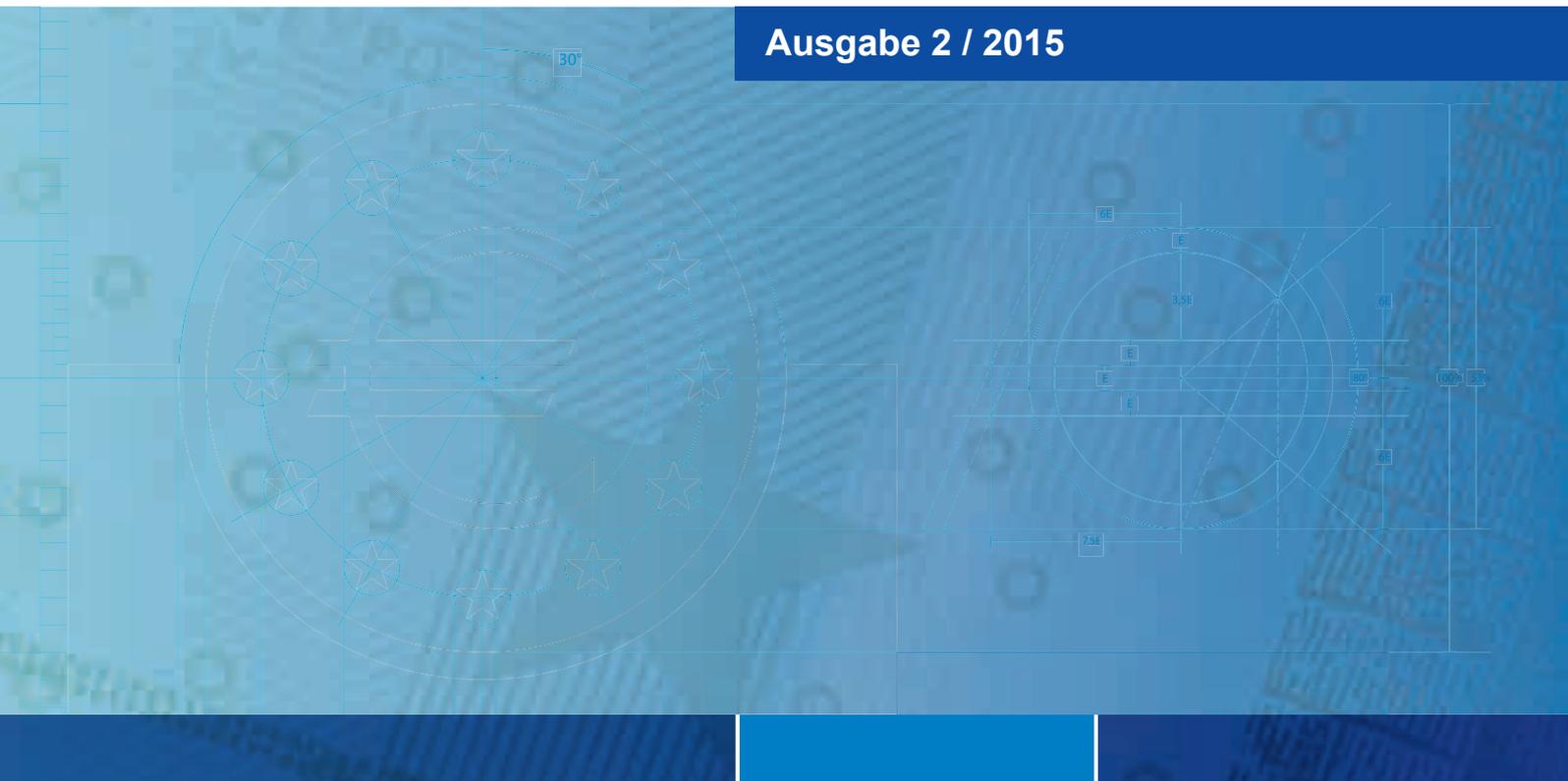




EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2015



© Europäische Zentralbank, 2015

**Postanschrift**

60640 Frankfurt am Main  
Deutschland

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

*Für die Erstellung dieses Wirtschaftsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht. Für die deutsche Fassung ist die Deutsche Bundesbank verantwortlich. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 4. März 2015.*

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)

ISSN 2363-3409 (Online-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-002-DE-E (ePub-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-002-DE-N (Online-Version)



# INHALT

## WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

Überblick	5
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2 Finanzielle Entwicklungen	14
3 Konjunktorentwicklung	19
4 Preise und Kosten	24
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	30
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	36

## KÄSTEN

Kasten 1	Beurteilung der Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten mithilfe der Phillips-Kurve	39
Kasten 2	Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 12. November 2014 bis zum 27. Januar 2015	43
Kasten 3	Jüngste Veränderungen des effektiven Wechselkurses des Euro	47
Kasten 4	Bestimmungsfaktoren des jüngsten Sparverhaltens der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet	50
Kasten 5	Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2015	53
Kasten 6	Auswirkungen des E-Commerce auf die Inflation	56
Kasten 7	Zum Umgang mit der Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2015	60

## AUFSÄTZE

Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial	63
Neue Erkenntnisse zur Halterstruktur von Wertpapierbeständen	77

## STATISTIK

SI

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

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

### SONSTIGE

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM6	Balance of Payments Manual des IWF (6. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 2010	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010
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
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
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.**

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## ÜBERBLICK

**Um das Mandat der EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität zu erfüllen, hat der EZB-Rat eine Reihe von geldpolitischen Maßnahmen ergriffen, die für einen ausreichenden Grad an geldpolitischer Akkommodierung sorgen sollen.** Nachdem die EZB zwischen Juni und September 2014 eine Reihe geldpolitischer Maßnahmen eingeleitet hatte, darunter weitere Zinssenkungen, die Einführung gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sowie der Erwerb ausgewählter Vermögenswerte des privaten Sektors (im Rahmen des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) und des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3)), beschloss der EZB-Rat im Januar 2015, sein Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) zu erweitern und ab März auf Euro lautende Investment-Grade-Wertpapiere von im Euroraum ansässigen Regierungen, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen mit einzubeziehen. Insgesamt werden Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von monatlich 60 Mrd € erworben. Die Ankäufe sollen bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang mit seinem Ziel steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

**Das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten hat bereits zu einer deutlichen Lockerung der allgemeinen finanziellen Bedingungen geführt.** Die Entwicklung an den Finanzmärkten wurde im Dezember 2014 und über weite Strecken des Januars 2015 maßgeblich von den Markterwartungen in Bezug auf die Ankündigung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten bestimmt. So verringerten sich die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet über alle Schuldtitel, Laufzeiten und Emittenten hinweg und erreichten in vielen Fällen neue historische Tiefstände. Da der Rückgang der Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Währungsgebiet mit einem Renditeanstieg bei entsprechenden US-Anleihen zusammenfiel, setzte sich die Entkopplung der Staatsanleiherenditen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten fort. Auch bei Staatsanleihen mit niedrigeren Ratingnoten sanken die Renditen, wiesen allerdings vor dem Hintergrund der Unsicherheit über den weiteren Zugang Griechenlands zu Finanzhilfen eine höhere Volatilität auf. Die Aufschläge für Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich waren weiter rückläufig, während die ABS-Spreads weitgehend stabil blieben. Nach der Ankündigung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten gingen die Anleiherenditen im Euroraum erneut zurück, während die Aktienkurse kräftig zulegten. Der Wechselkurs des Euro hat in den letzten Monaten deutlich nachgegeben.

**Dank der günstigen Entwicklungen an den Finanzmärkten haben sich die Refinanzierungskosten der Banken verringert, was sich nach und nach auf die Außenfinanzierungskosten im privaten Sektor überträgt.** Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben zu verbesserten Refinanzierungsbedingungen der Banken geführt, und die Renditen unbesicherter Bankschuldverschreibungen fielen im Schlussquartal 2014 auf historische Tiefstände. Diese Verbesserung wirkt allmählich auf die Zinssätze für Bankkredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften durch, die im dritten und im letzten Jahresviertel 2014 deutlich zurückgingen. Die Verringerung der Refinanzierungskosten und Kreditzinsen der Banken in der zweiten Jahreshälfte 2014 ist zum Teil auf die GLRGs zurückzuführen, die durch ihre Ausgestaltung den Zugang der Banken zu längerfristiger Liquidität erleichtern und das Kreditwachstum in der Realwirtschaft stimulieren sollen. Die GLRGs dürften auch zur Verkleinerung der Margen für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet beigetragen haben. Zur Verstärkung der Wirkung der GLRGs auf die Kreditvergabe an den privaten Sektor beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung im Januar, den Zinssatz für die noch durchzuführenden GLRGs an den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems anzugleichen, und eliminierte den Aufschlag von 10 Basispunkten auf den Hauptrefinanzierungssatz, der bei den ersten beiden GLRGs

zur Anwendung kam. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB scheinen auch zu einer geringeren Streuung der Kreditkosten zwischen den Ländern des Euroraums beigetragen zu haben, insbesondere bei Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, wobei die Kreditbedingungen allerdings von Land zu Land unterschiedlich bleiben. Die nominalen Kosten der nicht bankbasierten Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften des Eurogebiets gingen im Schlussquartal 2014 und in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres infolge erneut gesunkener Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und geringerer Eigenkapitalkosten weiter zurück.

**Die jüngsten Daten deuten zudem auf eine Festigung des Geldmengenwachstums und der Kreditvergabe hin.** Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 wird nach wie vor durch ihre liquidesten Komponenten gestützt, wobei die eng gefasste Geldmenge M1 ein robustes Wachstum zeigt. Die Kreditgewährung der Banken an den privaten Sektor hat sich weiter erholt, wodurch das Auftreten einer Trendwende bei der Kreditdynamik zu Jahresbeginn 2014 bestätigt wird. So hat sich insbesondere der Rückgang der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den letzten Monaten weiter verlangsamt, während sich das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte im positiven Bereich stabilisiert hat. Darüber hinaus bekräftigt die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum vom Januar 2015 die Einschätzung, dass die Kreditangebotsbeschränkungen allmählich nachlassen und sich die Kreditnachfrage erholt. Insgesamt deuten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB zu einer Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken und ganz allgemein zur Wiederherstellung eines reibungslosen Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beitragen.

**Die beträchtliche zusätzliche Lockerung des geldpolitischen Kurses der EZB unterstützt und verstärkt eine günstigere Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet.** Die wirtschaftliche Erholung hat sich in der zweiten Jahreshälfte 2014 allmählich gefestigt. Das reale BIP erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2014 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Im Schlussquartal stand der Schnellschätzung von Eurostat zufolge ein Anstieg um 0,3 % zu Buche. Damit fiel das Wachstum etwas kräftiger aus, als erwartet worden war. Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftslage zu Beginn des laufenden Jahres weiter verbessert hat. Gestützt wurde die Konjunktur im Euroraum allem Anschein nach durch den erheblichen Rückgang der Ölpreise seit Juli 2014. Die sich aufhellende Stimmung bei den Unternehmen und Verbrauchern wird dazu beitragen, dass die geldpolitischen Maßnahmen effektiv auf die Realwirtschaft durchwirken, was zu einer weiteren Verbesserung des Ausblicks für das Wirtschaftswachstum und einer Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung beisteuern wird.

**Die wirtschaftliche Erholung dürfte sich allmählich festigen und an Breite gewinnen.** Vor dem Hintergrund der jüngsten Verbesserungen beim Unternehmer- und Verbrauchervertrauen, des starken Ölpreisverfalls und des schwächeren effektiven Wechselkurses des Euro sowie der Wirkung der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB ist mit einer Zunahme des Wirtschaftswachstums zu rechnen. Der akkommodierende geldpolitische Kurs, der durch das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten deutlich verstärkt wird, dürfte das Wachstum des realen BIP sowohl kurzfristig als auch über die kurze Sicht hinaus stützen. Zudem sollte die Realwirtschaft allmählich von den Fortschritten bei den Strukturreformen und bei der Haushaltskonsolidierung profitieren, während sich Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und die weltweite Erholung positiv in den Exporten niederschlagen dürften.

**Gleichzeitig steht eine Reihe von Faktoren nach wie vor einer stärkeren Erholung entgegen.** Dazu zählen vor allem die laufenden Bilanzanpassungen in verschiedenen Sektoren und die eher schleppende Umsetzung von Strukturreformen. Außerdem wird das Wachstum im Eurogebiet durch

die zwar nachlassende, aber immer noch andauernde Unsicherheit in Bezug auf die europäische Staatsschuldenkrise sowie durch geopolitische Faktoren gedämpft.

**Laut den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015<sup>1</sup>, in denen die geschätzte Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats (sowohl der konventionellen als auch der Sondermaßnahmen) bereits berücksichtigt ist, wird das jährliche reale BIP im Jahr 2015 um 1,5 %, im Jahr 2016 um 1,9 % und im Jahr 2017 um 2,1 % steigen.** Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2014 wurden die Zahlen für das Wachstum des realen BIP für 2015 und 2016 nach oben korrigiert. Zurückzuführen ist dies auf den günstigen Einfluss des niedrigeren Ölpreises, einen schwächeren effektiven Wechselkurs des Euro sowie die Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen. Nach Einschätzung des EZB-Rats sind die Risiken für den Wirtschaftsausblick weiterhin nach unten gerichtet, haben sich aber nach den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen des EZB-Rats und infolge des Ölpreiserückgangs verringert.

**Auf Grundlage der aktuellen Daten wird erwartet, dass die Inflation auch in den kommenden Monaten noch sehr niedrig oder gar negativ bleiben wird.** Dass sich die Teuerung nach dem HVPI in den letzten Monaten ins Negative gekehrt hat, ist größtenteils den Ölpreisen geschuldet. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate im Februar 2015 bei -0,3 %, nachdem sie sich im Vormonat auf -0,6 % belaufen hatte. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet blieb sie im Februar weitgehend stabil bei 0,6 %.

**Die Inflationsraten dürften im weiteren Verlauf des Jahres 2015 allmählich steigen.** Da die bisherigen Energiepreissenkungen allmählich aus der Jahresänderungsrate herausfallen, und sofern die Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg im Einklang mit der Preisentwicklung für Ölterminkontrakte anziehen, wird der negative Einfluss der Energiepreise auf die HVPI-Gesamtinflation im Jahresverlauf 2015 nachlassen, und in den Jahren 2016 und 2017 dürften die Energiepreise die Teuerungsrate steigen lassen. Die erwartete Erholung der Gesamtinflation ist größtenteils durch diese Kehrtwende bei der Energiepreisentwicklung bedingt. Auch die sich festigende Konjunkturerholung, die durch die jüngsten geldpolitischen Beschlüsse begünstigt wird, dürfte den Anstieg der Gesamtinflation stützen. Es wird damit gerechnet, dass diese Festigung zu einer erheblichen Verkleinerung der negativen Produktionslücke und somit zu einem stärkeren Wachstum der Gewinnmargen sowie des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer führt. Darüber hinaus dürften auch die steigenden Rohstoffpreise ohne Energie und die verzögerten Effekte des schwächeren Euro-Wechselkurses zum Anstieg der Inflation beitragen.

**Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2015 auf 0,0 %, 2016 auf 1,5 % und 2017 auf 1,8 % belaufen wird.** Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2014 wurde die Inflationsprognose für 2015 nach unten korrigiert, worin sich hauptsächlich der Ölpreiserückgang widerspiegelt. Die Prognose für 2016 wurde nach oben revidiert, was teils den erwarteten Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen zuzuschreiben ist.

**Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2015 beruhen auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung der beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen.** Der EZB-Rat

<sup>1</sup> Siehe die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 (veröffentlicht auf der Website der EZB am 5. März).

wird die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung weiterhin genau beobachten. In diesem Zusammenhang wird er sein Augenmerk insbesondere auf die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen, Veränderungen der geopolitischen Lage sowie die Wechselkurs- und Energiepreisentwicklung legen.

**Der derzeitige Schwerpunkt der Geldpolitik liegt auf der Umsetzung der im Januar 2015 vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmen.** Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und im Einklang mit seiner Forward Guidance hat der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 5. März 2015 beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Zudem gab er weitere Informationen zu den Umsetzungsmodalitäten des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten bekannt. Am 9. März 2015 wurde mit dem im Rahmen dieses Programms vorgesehenen Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors am Sekundärmarkt begonnen.

## I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

Das globale Wirtschaftswachstum zieht allmählich wieder an, wenngleich die Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich verläuft. Einerseits dürfte sich der drastische Rückgang der Ölpreise positiv auf die Wirtschaftstätigkeit weltweit auswirken, die zudem durch die robusten Wachstumsaussichten in den Vereinigten Staaten gestützt wird. Andererseits belastet die konjunkturelle Eintrübung in einigen Schwellenländern die Aussichten für das globale Wachstum. Die Inflation hat sich in den vergangenen Monaten weltweit verringert. In Anbetracht des Ölpreisverfalls ist zu erwarten, dass die jährlichen Teuerungsraten auf kurze Sicht niedrig bleiben und anschließend vor dem Hintergrund einer anhaltenden globalen Erholung nur langsam steigen. Die weltwirtschaftliche Entwicklung ist nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet.

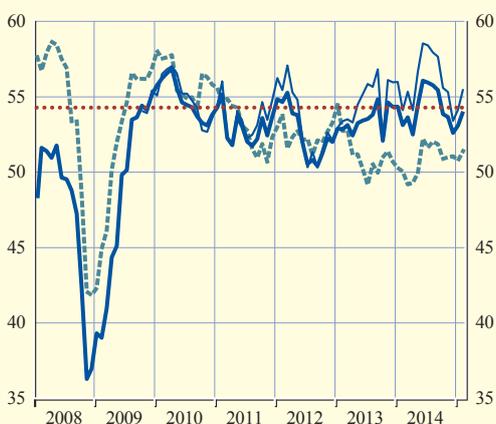
**Die weltwirtschaftliche Erholung schreitet weiter allmählich voran.** Nachdem das Wirtschaftswachstum Mitte 2014 weltweit angezogen hatte, deuten die verfügbaren Länderdaten darauf hin, dass sich die Expansionsdynamik außerhalb des Euro-Währungsgebiets zum Jahresende leicht abgeschwächt hat. Die jüngsten Umfrageindikatoren lassen eine stabile Wachstumsentwicklung zu Beginn des laufenden Jahres erkennen. So stieg der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) im Februar leicht an, wenngleich nach wie vor Unterschiede zwischen den einzelnen Regionen bestehen (siehe Abbildung 1).

**Die gesunkenen Ölpreise dürften die globale Nachfrage stimulieren.** Die Notierungen für Brent-Rohöl waren im Dezember und Januar stark rückläufig, bevor sie sich im Februar wieder etwas erholten; am 4. März 2015 lag der Ölpreis bei 61 USD und hatte sich damit binnen Jahresfrist annähernd halbiert (siehe Abbildung 2). Am Verlauf der Terminkontraktkurve lässt sich ablesen,

**Abbildung 1 Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie**

(Diffusionsindex)

- Globaler Index ohne Euro-Währungsgebiet
- ..... Globaler Index ohne Euro-Währungsgebiet – langfristiger Durchschnitt
- - - - - Schwellenländer
- Fortgeschrittene Volkswirtschaften ohne Euro-Währungsgebiet



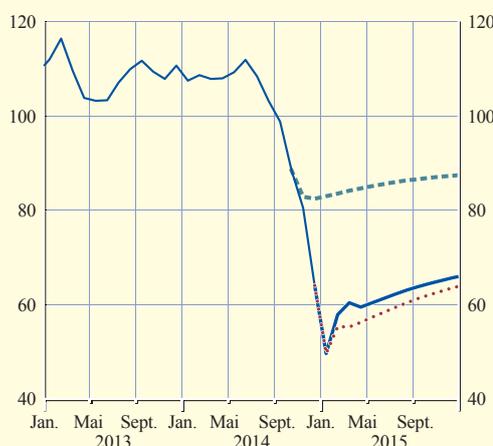
Quelle: Markit.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2015. Der langfristige Durchschnitt erstreckt sich auf den Zeitraum seit 1999. Die Schwellenländer umfassen Brasilien, China, Indien und Russland; zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zählen Japan, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich.

**Abbildung 2 Rohölpreise und Preise für Öl-Terminkontrakte**

(in USD/Barrel)

- Am 04.03.2015
- ..... Gesamtwirtschaftliche Projektionen der EZB vom März 2015
- - - - - Gesamtwirtschaftliche Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2014
- Rohölpreise



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Monatswerte; die jüngsten Angaben für die Rohölpreise beziehen sich auf Februar 2015.

dass die Marktteilnehmer für die kommenden Jahre einen langsamen Anstieg der Ölnotierungen eingepreist haben. Der Rückgang der Ölpreise im vergangenen Jahr war zwar zum Teil der relativ verhaltenen globalen Nachfrage zuzuschreiben, doch wurde die Entwicklung maßgeblich von der Ausweitung des Angebots bestimmt. Dass die Marktteilnehmer eine Neubewertung der Dynamik von Angebot und Nachfrage vornahmen und die Ölpreise einbrachen, lag an verschiedenen Faktoren: der umfangreichen Schieferölgewinnung in Nordamerika, der trotz der geopolitischen Spannungen unerwartet hohen Produktion in Russland, Libyen und im Irak sowie der OPEC-Entscheidung vom November 2014, die Fördermengen nicht zu drosseln. Die Verbilligung des Öls dürfte den Ölverbraucherländern zugutekommen, die Aussichten der Ölexportländer hingegen belasten. Unter dem Strich ist allerdings davon auszugehen, dass sie die globale Nachfrage stützen wird, da die Ölimportländer, die von dem Preisrückgang profitieren, tendenziell eine höhere Ausgabenneigung aufweisen als die Ölexportländer.

**Auch das robuste Wachstum in den Vereinigten Staaten stützt die globalen Aussichten.**

Im Schlussquartal 2014 war in den Vereinigten Staaten eine anhaltend dynamische Wirtschaftstätigkeit zu verzeichnen, die vor allem von den privaten Konsumausgaben und den Wohnungsbauinvestitionen getragen wurde. Die Lage am Arbeitsmarkt hellte sich ebenfalls weiter auf, wobei sich der Beschäftigungsaufbau spürbar beschleunigte. Für die nähere Zukunft wird erwartet, dass die Aufwertung des US-Dollar zwar das Exportwachstum schmälert, dass es aber dank der weiterhin akkommodierenden Finanzierungsbedingungen und eines sich abschwächenden Fiscal Drag zu einer nachhaltigen Belebung der Inlandsnachfrage kommen wird. Der private Konsum dürfte durch den nachlassenden Verschuldungsabbau, anhaltende Verbesserungen am Arbeits- und Wohnimmobilienmarkt sowie die Realeinkommenszuwächse aufgrund des Ölpreiserückgangs beflügelt werden. Die Unternehmensinvestitionen werden den Erwartungen zufolge durch das gestiegene Vertrauen, die erhöhte Nachfrage und die niedrigen Zinsen gestützt, wodurch der Investitionsrückgang in der Schieferölindustrie ausgeglichen wird.

**Auch in den meisten anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets nahm das Wachstum zu.**

In Japan gewann die Wirtschaft nach dem konjunkturellen Einbruch infolge der Mehrwertsteueranhebung im April vergangenen Jahres im Schlussquartal 2014 wieder an Schwung. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürften sich die Bestimmungsfaktoren des Wachstums langsam verstärken. Sie sollten dabei von dem ölpreisbedingt höheren Realeinkommen der Privathaushalte sowie dem von der jüngsten Abwertung des japanischen Yen ausgehenden Schub für das Exportwachstum profitieren; auch die Abschwächung des Fiscal Drag, die auf die Ankündigung der Regierung zurückzuführen war, im nächsten Haushaltsjahr weitere finanzpolitische Impulse zu setzen, dürfte sich positiv auswirken. Im Vereinigten Königreich nimmt die konjunkturelle Aktivität trotz einer leicht verringerten Dynamik im letzten Jahresviertel 2014 ebenfalls weiter recht kräftig zu. Wenngleich erwartet wird, dass die anhaltenden Konsolidierungsanstrengungen die Konjunktur in nächster Zeit belasten, sollten die rückläufigen Energiepreise und das beschleunigte Lohnwachstum dem real verfügbaren Einkommen und dem privaten Konsum zugutekommen. Überdies dürften die Erholung der Nachfrage und die Lockerung der Kreditbedingungen die Unternehmensinvestitionen beleben. Die abrupte Aufwertung des Schweizer Franken, die nach der im Januar gefällten Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank, den Mindestwechsellkurs der Schweizer Währung zum Euro aufzuheben, verzeichnet wurde, wird indes voraussichtlich erhebliche negative Folgen für die Wirtschaftsaussichten des Landes mit sich bringen, da sie vor allem die Ausfuhren beeinträchtigen dürfte.

**Der Ausblick für einige Schwellenländer – besonders jene, die Erdöl importieren – hat sich auf kurze Sicht aufgehellt.**

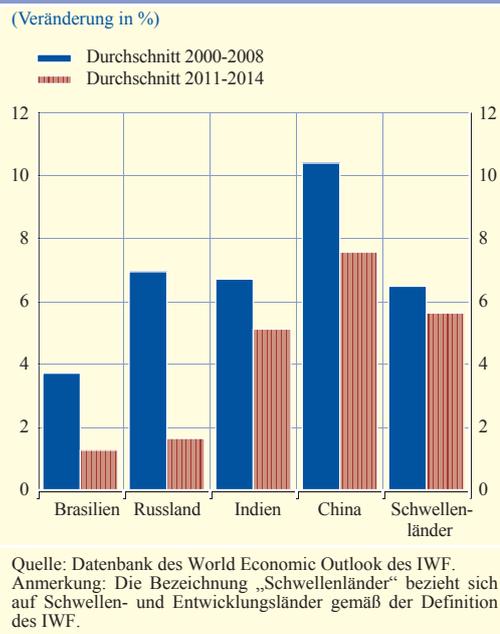
In China wirkte sich der Abschwung am Wohnimmobilienmarkt im Schlussquartal 2014

zwar wachstumshemmend aus, doch sollten der Ölpreisrückgang, die anhaltend stabilen Konsumausgaben, die jüngste Lockerung des geldpolitischen Kurses und eine moderate fiskalpolitische Stimulierung die Konjunktur in gewissem Umfang vorübergehend stützen. Auf längere Sicht hat die politische Führung in China ihren Schwerpunkt zunehmend auf die Bekämpfung finanzieller Anfälligkeiten und makroökonomischer Ungleichgewichte verlagert. Da China einen nachhaltigeren Wachstumspfad eingeschlagen hat, dürfte sich die wirtschaftliche Entwicklung abschwächen, was sich auch auf jene Volkswirtschaften in Asien auswirken wird, zu denen das Land enge wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen unterhält. Allerdings dürften viele Schwellenländer der Region auf kurze Sicht von den ölpreisbedingten positiven Impulsen auf das real verfügbare Einkommen profitieren. So ist vor allem in Indien vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden Wachstumsbeschleunigung weiterhin ein hohes Vertrauen zu verzeichnen. Für Indien als Ölimporteur schlagen die sinkenden Ölnotierungen positiv zu Buche und tragen dazu bei, die Inflation und das Leistungsbilanzdefizit zu begrenzen; dadurch kann die Regierung ihre Kraftstoffsubventionen zurückfahren und Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung leichter umsetzen. Auch in den mittel- und osteuropäischen Staaten wird damit gerechnet, dass die anziehende Inlandsnachfrage im Zusammenhang mit der verbesserten Lage am Arbeitsmarkt und dem jüngsten Rückgang der Ölpreise den Konsum der privaten Haushalte und damit die Wirtschaft insgesamt positiv beeinflusst.

**In anderen Ländern haben sich die Konjunkturaussichten eingetrübt.** In Lateinamerika scheinen die mittelfristigen Perspektiven schwächer als erwartet zu sein, nachdem nun eine Zeit lang enttäuschende Wachstumsraten verzeichnet wurden. Die Konjunktur wurde dabei durch angebotsseitige Engpässe und hohe binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte in einigen wichtigen Ländern der Region gedämpft (siehe Abbildung 3). Zudem werden die Aussichten für die rohölexportierenden Länder durch die sinkenden Ölnotierungen getrübt. So dürften insbesondere in Russland die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten dafür sorgen, dass die Wirtschaft im laufenden Jahr in eine Rezession abrutscht. Aufgrund der kräftigen Abwertung des Rubel und der geldpolitischen Straffung werden die Finanzierungskosten erheblich steigen; dies könnte die Finanzierungsprobleme jener Unternehmen verschärfen, die bereits von Sanktionen betroffen sind und deren Zugang zu ausländischen Finanzmärkten dadurch eingeschränkt ist. Die Konsumausgaben der Privathaushalte dürften durch die hohen Preissteigerungsraten, die negative Folgen für das real verfügbare Einkommen haben, belastet werden. Da das Unternehmerv Vertrauen auf einem niedrigen Niveau liegt und die Unsicherheit nach wie vor hoch ist, wird erwartet, dass sich die Investitionen verringern. Mittelfristig könnte der Energiepreisverfall die Investitionen in die Erschließung von Erdöl- und Erdgasvorkommen drosseln. Es ist davon auszugehen, dass diese Entwicklungen negative Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage des Euroraums haben werden.

**Der Welthandel hat zum Jahresende 2014 etwas an Schwung verloren, und es wird damit gerechnet, dass er sich nur sukzessive erholt.** Die weltweiten Wareneinfuhren nahmen im

Abbildung 3 Wachstum des realen BIP in den Schwellenländern



Dezember 2014 im Dreimonatsvergleich volumenmäßig um 1,3 % zu. Der globale EMI für die Auftragseingänge im Exportgeschäft zog im Dezember an, nachdem er sich in den vorangegangenen Monaten rückläufig entwickelt hatte. Im Januar 2015 stabilisierte er sich, was auf eine größere Widerstandsfähigkeit des internationalen Handels zur Jahreswende schließen lässt. In längerfristiger Perspektive dürfte sich der Welthandel in sehr moderatem Tempo beleben. In den vergangenen Jahren wurde die Dynamik des weltweiten Handels durch eine konjunkturbedingte Schwäche der Unternehmensinvestitionen, die in der Regel einen hohen Importgehalt aufweisen, gebremst. Zugleich kamen strukturelle Faktoren zum Tragen, da die Unternehmen die Komplexität und Länge ihrer Lieferketten vermindert haben. Dies bedeutet, dass die Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten dem Wachstum des Welthandels nicht mehr in dem Maße Auftrieb verleiht, wie dies in der Vergangenheit der Fall war. Wenngleich der Welthandel den Erwartungen nach zulegen dürfte, sobald die konjunkturelle Schwäche nachlässt und die globalen Investitionen erneut steigen, ist es infolgedessen unwahrscheinlich, dass er im selben Tempo wächst wie in den 1990er- und 2000er-Jahren. Zu jener Zeit wurden große aufstrebende Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft integriert und die internationalen Handelsmöglichkeiten somit beträchtlich erweitert.

**Insgesamt ist von einer allmählichen Beschleunigung der weltweiten Erholung auszugehen.**

Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 dürfte das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,6 % im laufenden Jahr auf rund 4 % in den Jahren 2016 und 2017 zunehmen.<sup>1</sup> Der Anstieg der Auslandsnachfrage des Eurogebiets dürfte sich von 2,8 % im Jahr 2014 auf 5,1 % im Jahr 2017 erhöhen. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2014 haben sich die Erwartungen für das Weltwirtschaftswachstum und die Auslandsnachfrage kaum verändert. Der aktuelle Wirtschaftsausblick spiegelt die Einschätzung wider, dass die eingetrübten Aussichten einiger Schwellenländer die günstige Wirkung des Ölpreisverfalls auf die weltweite Nachfrage weitgehend zunichtemachen werden.

**Die Aussichten für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet.** Zwar könnten die Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise auf den globalen Wachstumsausblick stärker ausfallen als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2015 unterstellt, doch gehen die Marktteilnehmer in den Vereinigten Staaten weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen langsamer steigen werden als in den jüngsten Projektionen des Offenmarktausschusses der amerikanischen Zentralbank vorgesehen. Der Inflationsdruck dürfte in den Vereinigten Staaten begrenzt bleiben (siehe hierzu Kasten 1). Allerdings herrscht Unsicherheit darüber, wie hoch der Grad der Unterauslastung in der Wirtschaft ist und inwieweit eine gestiegene Nachfrage zu erhöhtem Lohn- und Preisdruck führen wird. Eine raschere Normalisierung der Geldpolitik als derzeit von den Marktteilnehmern erwartet könnte eine Umkehr der Risikoneigung nach sich ziehen. In China stellen das starke Kreditwachstum und der hohe Verschuldungsgrad Risiken für die Finanzstabilität dar. Die geopolitischen Risiken wirken sich ebenfalls nach wie vor negativ auf die Konjunkturaussichten aus; käme es zu einer neuerlichen Verschärfung der Spannungen zwischen Russland und der Ukraine, so würde dies das Wachstum der Weltwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen.

**Die Inflation hat sich in den vergangenen Monaten vor allem infolge des Energiepreissrückgangs weltweit verringert.** So verlangsamte sich die jährliche Preissteigerung auf der Verbraucherebene in den OECD-Ländern im Januar 2015 auf 0,5 %. Die jährliche Inflationsrate ohne

<sup>1</sup> Siehe „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015“, abrufbar unter [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201503.de.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201503.de.pdf).

Nahrungsmittel und Energie blieb indessen stabiler (siehe Abbildung 4). Ein Blick auf Länder außerhalb des OECD-Raums zeigt, dass die Teuerung in China in den vergangenen Monaten ebenfalls nachgelassen hat und der breit angelegte Disinflationsdruck anhält. In anderen großen Schwellenländern hat sich die Inflation hingegen erhöht. Grund hierfür waren zum Teil Abwertungen der Landeswährungen, die sich in höheren Importpreisen niederschlugen, aber auch eine mangelnde Glaubwürdigkeit der nationalen Geldpolitik, die anhaltend hohe Inflationserwartungen zur Folge hatte.

**Den Erwartungen zufolge wird die Inflation auf kurze Sicht weltweit gedämpft bleiben und anschließend lediglich langsam zulegen.** Die fortgesetzte Schwäche der Rohstoffpreise sollte dazu beitragen, dass die Preissteigerung auf internationaler Ebene kurzfristig niedrig bleibt. Danach dürfte die prognostizierte Belebung der Weltwirtschaft zu einer Verringerung der Kapazitätsreserven führen. Darüber hinaus lässt der Verlauf der

Terminkontraktkurve für Öl den Schluss zu, dass sich die Rohölnotierungen in den kommenden Jahren etwas erholen; Ähnliches ergibt sich auch aus den Preisen für Futures auf sonstige Rohstoffe.

Abbildung 4 Inflationsentwicklung im OECD-Raum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2015. Die Beiträge beruhen auf EZB-Berechnungen.

## 2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

Die finanziellen Entwicklungen wurden im Dezember 2014 und über weite Teile des Januar 2015 vor allem von den Markterwartungen hinsichtlich des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten bestimmt, das nach der Sitzung des EZB-Rats am 22. Januar dieses Jahres angekündigt wurde. Vor Bekanntgabe des Kaufprogramms waren die Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet über alle Instrumentenkategorien, Laufzeiten und Emittenten hinweg rückläufig und erreichten vielfach neue historische Tiefstände. Während die Renditen langfristiger Staatsanleihen des Euroraums mit AAA-Rating sanken, stiegen die Renditen entsprechender Papiere der Vereinigten Staaten an, sodass sich die Renditedifferenz zwischen den beiden abermals ausweitete. Die Renditen von Staatsschuldtiteln des Eurogebiets mit niedrigerer Bonitätsbeurteilung gaben ebenfalls nach, wiesen allerdings eine höhere Volatilität auf, die der Unsicherheit über den weiteren Zugang Griechenlands zu Finanzhilfen geschuldet war. Nach der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten fielen die Renditen von Staatsanleihen der Euro-Länder bis in den März hinein weiter. Darüber hinaus legten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet deutlich zu. Der Euro schwächte sich spürbar ab.

**Angesichts der höheren Überschussliquidität sank der EONIA von Anfang Dezember 2014 bis Anfang März 2015.** Er lag bei durchschnittlich -0,04 % und damit rund 3 Basispunkte unter dem Schnitt der vorangegangenen drei Monate. Einzelheiten zu den Liquiditätsbedingungen und den geldpolitischen Geschäften finden sich in Kasten 2.

**Die Bekanntgabe des erweiterten Kaufprogramms und die vorherigen Erwartungen einer solchen Ankündigung führten zu einem beträchtlichen Rückgang der EONIA-Terminzinssätze.** Im Berichtszeitraum nahm die EONIA-Terminzinskurve somit einen inverseren Verlauf an und erreichte für die ersten acht Monate des Jahres 2016 mit -0,15 % die Talsohle (siehe Abbildung 5) und damit einen Wert, der nahe am derzeitigen Zinssatz der Einlagefazilität von -0,20 % liegt. Diese Entwicklungen stehen mit den Erwartungen der Marktteilnehmer im Einklang, die mit einer deutlichen, aber allmählichen Zunahme der Überschussliquidität aufgrund der Ankündigung des Anleihekaufprogramms rechnen. Gegenüber den Erwartungen von Anfang Dezember 2014 wurde der Zeitpunkt, zu dem die Märkte von einer Rückkehr des EONIA in den positiven Bereich ausgehen, Anfang März 2015 sieben Monate in die Zukunft verlegt, und zwar von Juli 2017 auf Februar 2018. Der künftige Verlauf des Dreimonats-EURIBOR wies eine weitgehend ähnliche Entwicklung auf.

**Die Renditen von Anleihen des Euro-Währungsgebiets mit AAA-Rating waren aufgrund von Erwartungen hinsichtlich der Bekanntgabe des erweiterten Ankaufprogramms ebenfalls rückläufig** (siehe Abbildung 6). Da die Renditen längerfristiger Staatsanleihen mit Bestbewertung vom angekündigten Kaufprogramm direkt betroffen waren und auch von den gesunkenen Liquiditätsrisikoprämien profitierten, gaben sie allerdings etwas stärker nach als die EONIA-Swapsätze. Infolgedessen

Abbildung 5 EONIA-Terminzinssätze

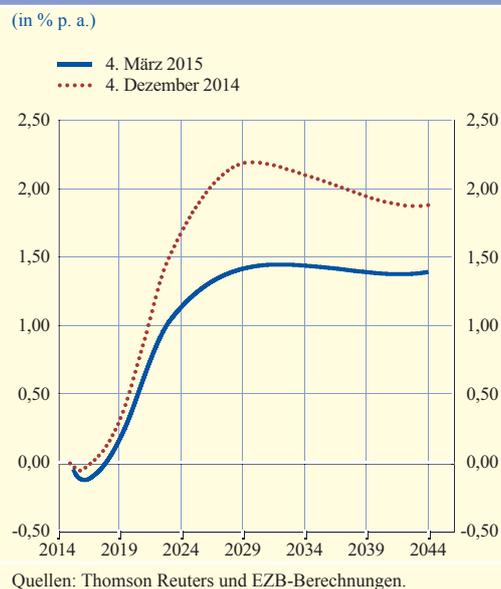


Abbildung 6 Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.)

— Euro-Währungsgebiet (AAA-Rating)  
- - - - - Vereinigte Staaten

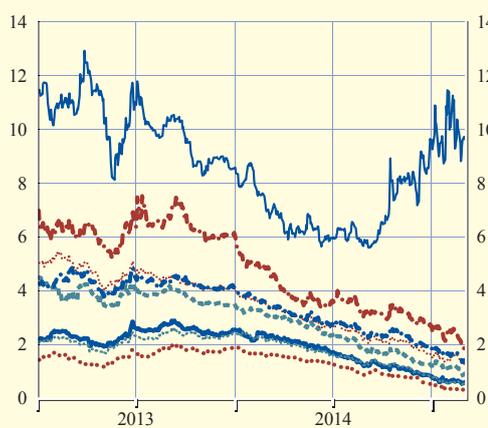


Quellen: EuroMTS, EZB und Bloomberg.  
Anmerkung: Die Anleiherendite für das Euro-Währungsgebiet basiert auf Daten der EZB zu Anleihen mit AAA-Rating; derzeit umfassen diese Daten deutsche, finnische, niederländische und österreichische Anleihen.

Abbildung 7 Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.)

— Belgien                      - - - - - Spanien  
- - - - - Deutschland       - - - - - Frankreich  
- - - - - Irland                    - - - - - Italien  
— Griechenland       - - - - - Portugal



Quelle: Thomson Reuters.

verringerten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Zeitraum von Anfang Dezember bis Anfang März um rund 50 Basispunkte auf zuletzt 0,4 % bzw. 1,1 % am 4. März. Die Renditen von Anleihen mit kürzerer Laufzeit, wie beispielsweise zweijährige Staatsanleihen mit der höchsten Bonitätseinstufung, gingen ebenfalls zurück und rutschten in einigen Ländern sogar in den negativen Bereich.

**Die Renditen von Staatsschuldtiteln des Eurogebiets mit niedrigerem Rating (mit Ausnahme griechischer Anleihen) gaben auch nach, wiesen aber eine höhere Volatilität auf.** Im Zeitraum von Anfang Dezember 2014 bis Anfang März 2015 wurden bei niedriger bewerteten Staatsanleihen tendenziell stärkere Renditerückgänge verzeichnet als bei jenen mit höherem Rating. Dies war zum Teil einer vermehrten Renditesuche als Reaktion auf geringe – und sinkende – Renditen zuzuschreiben. Obwohl die gestiegene Unsicherheit über den weiteren Zugang Griechenlands zu Finanzhilfen einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Renditen von Staatsschuldtiteln des Euroraums mit niedrigerem Rating ausübte (siehe Abbildung 7), trug die Ende Februar 2015 von der Eurogruppe neu getroffene Vereinbarung insgesamt dazu bei, diesen Aufwärtsdruck in Grenzen zu halten. Vor allem die Differenz zwischen den Renditen griechischer und deutscher Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren weitete sich von Anfang Dezember 2014 bis Anfang März 2015 um rund 250 Basispunkte aus, während die entsprechenden Spreads zwischen deutschen Papieren und jenen anderer Euro-Länder entweder stabil blieben oder sich verringerten.

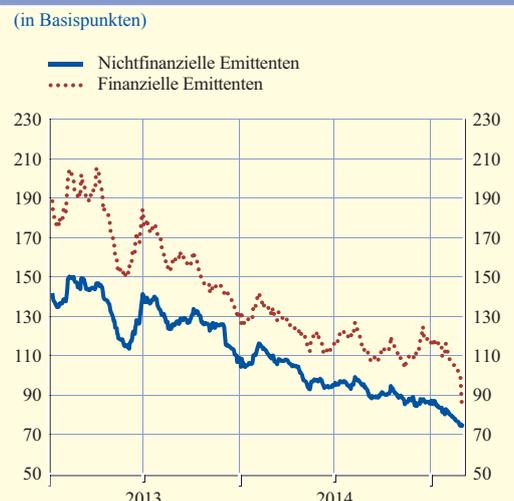
**Die Unsicherheit am Staatsanleihemarkt im Euro-Währungsgebiet nahm leicht zu, was sich an einem geringfügigen Anstieg der aus Optionen abgeleiteten Volatilität ablesen lässt.** Dies dürfte die Unsicherheit über den weiteren Zugang Griechenlands zu Finanzhilfen sowie gewisse Unwägbarkeiten hinsichtlich der Details zur Umsetzung des erweiterten Kaufprogramms widerspiegeln.

**Die Staatsanleiherenditen im Euroraum koppelten sich weiter von jenen in den Vereinigten Staaten ab.** Der Renditeabstand zwischen Anleihen der USA und des Eurogebiets mit AAA-Rating weitete sich von Anfang Dezember 2014 bis Anfang März 2015 aus und lag zuletzt bei rund 180 Basispunkten. Die Ausweitung dieses Spreads begann Mitte 2013, und seither hat sich der Entkopplungstrend fortgesetzt, wobei die Renditedifferenz kürzlich den höchsten Stand seit Beginn der Zeitreihe im September 2004 erreichte. Die divergierende Renditeentwicklung entspricht dem zunehmenden Eindruck der Marktteilnehmer, dass sich die beiden Wirtschaftsräume in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus befinden, und steht mit deren Erwartungen hinsichtlich der künftigen Geldpolitik in den beiden Volkswirtschaften im Einklang.

**Die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Unternehmensanleihen waren weiter rückläufig.** Die Spreads von Unternehmensanleihen – sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller Emittenten – gingen in den vergangenen Monaten erneut zurück (siehe Abbildung 8). Sie blieben somit niedrig und lagen in der Nähe ihres vor Beginn der Finanzkrise verzeichneten Niveaus. Ausschlaggebend hierfür waren möglicherweise Erwartungen, dass das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zu Portfolioumschichtungen und im Zusammenhang damit zu einer verstärkten Suche nach Rendite führen könnte. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass aufgrund des erweiterten Kaufprogramms die Finanzierungskosten weiter sinken und die Einnahmen der Unternehmen steigen, wodurch die Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmensanleihen als geringer eingeschätzt wird. Der Rückgang der Renditeaufschläge war bei Emittenten aus dem Finanzsektor ausgeprägter als bei nichtfinanziellen Emittenten. Ursächlich hierfür dürfte die Stimmung an den Märkten hinsichtlich der Fortschritte bei der anhaltenden Rekapitalisierung von Finanzinstituten im Euro-Währungsgebiet gewesen sein (siehe auch Abschnitt 5 zur Geldmengen- und Kreditentwicklung). Die Renditeaufschläge von Asset-Backed Securities blieben weitgehend stabil.

**Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet legten deutlich zu.** Im Zeitraum von Anfang Dezember 2014 bis Anfang März 2015 stiegen sie um etwa 13,0 % und damit kräftiger als die Aktiennotierungen in den Vereinigten Staaten und in Japan (siehe Abbildung 9). Der Großteil der Zugewinne im Euroraum wurde unmittelbar nach der Ankündigung des erweiterten Kaufprogramms verbucht, die zu einem Rückgang der erwarteten künftigen Finanzierungskosten führte und sich somit positiv im Gegenwartswert der zu erwartenden zukünftigen Unternehmensgewinne niederschlug. Ende Februar trug die Einigung der Eurogruppe auf eine Verlängerung des Finanzhilfeprogramms für Griechenland zu einem Anstieg der Risikoneigung bei. Allerdings bleiben die Kurs-Buchwert-Verhältnisse von Aktien des Euro-Währungsgebiets unter dem vor der Finanzkrise beobachteten Stand, was darauf hindeutet, dass die Anleger weiterhin eher gedämpfte Erwartungen hinsichtlich der künftigen Unternehmensgewinne haben bzw. dass sie immer noch eine relativ hohe Kompensation für das Risiko einer Investition in Aktien verlangen. Dies gilt insbesondere für Finanzwerte, deren Kurse nach wie vor deutlich unter den vor der Finanzkrise verzeichneten Höchstständen

**Abbildung 8 Optionsadjustierte Spreads auf Euro lautender Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet**



Quellen: iBoxx und EZB.

liegen. Die anhand der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten nahm im Berichtszeitraum sowohl im Eurogebiet als auch in den USA leicht zu.

### Die Aktienkursgewinne fielen im nichtfinanziellen Sektor höher aus als im Finanzsektor.

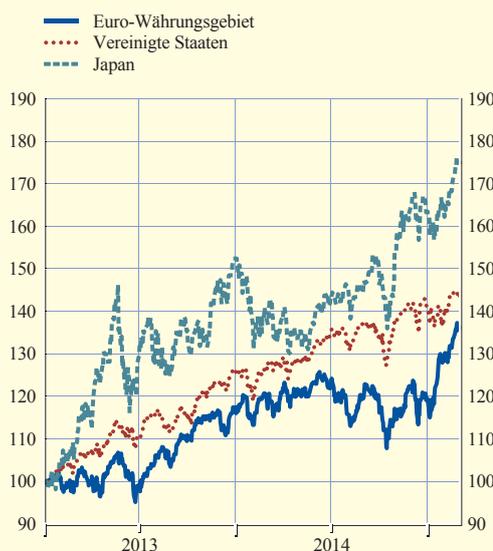
Finanzwerte legten im Zeitraum von Anfang Dezember 2014 bis Anfang März 2015 um rund 10 % zu, während die Aktien nichtfinanzieller Unternehmen mit gut 14 % ein noch größeres Plus verzeichneten. Dabei war die vergleichsweise schwächere Entwicklung von Finanzaktien hauptsächlich vor der Bekanntgabe des erweiterten Kaufprogramms zu beobachten; danach bewegten sich die Notierungen beider Branchen weitgehend parallel (siehe Abbildung 10).

### Der effektive Wechselkurs des Euro schwächte sich den letzten Monaten weiter ab.

Die Abwertung der Gemeinschaftswährung, die im Mai 2014 begonnen hatte, setzte sich vor allem im Vorfeld der EZB-Ratsitzung im Januar 2015 fort. Ausschlaggebend hierfür war die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer hinsichtlich der bevorstehenden geldpolitischen Beschlüsse. Insgesamt lag der effektive Wechselkurs des Euro Anfang März rund 10 % unter seinem Stand vor Jahresfrist. Einzelheiten zu den jüngsten Veränderungen des effektiven Wechselkurses der Gemeinschaftswährung finden sich in Kasten 3. Was die Entwicklung des bilateralen Wechselkurses betrifft, so gab der Euro in Relation zum US-Dollar von Dezember 2014 bis Anfang März 2015 um etwa 10 % nach. Auch gegenüber dem Schweizer Franken schwächte sich die Gemeinschaftswährung deutlich ab, nachdem die Schweizerische Nationalbank Mitte Januar die Untergrenze von 1,20 Schweizer Franken je Euro aufgehoben hatte. Die dänische Krone wurde im Berichtszeitraum weiterhin in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses gehandelt, während die Danmarks Nationalbank Interventionen am Devisenmarkt vornahm und den Zinssatz für Einlagenzertifikate fünfmal senkte. Zudem wurde die Emission dänischer Staatsanleihen am 30. Januar bis auf

Abbildung 9 Aktienindizes

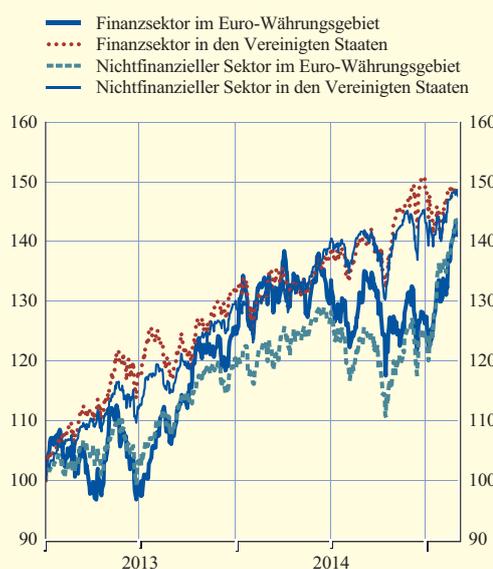
(1. Januar 2013 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard-&-Poor's-500-Index für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 4. März 2015.

Abbildung 10 Sektorale Aktienindizes

(1. Januar 2013 = 100)

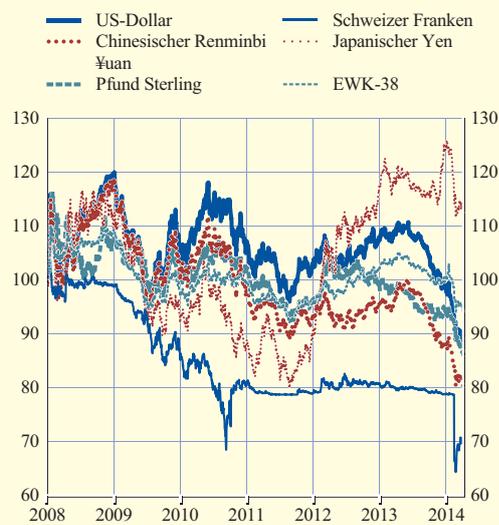


Quelle: Thomson Reuters.  
 Anmerkung: Die Angaben basieren auf Datastream-Marktindizes.

Weiteres ausgesetzt. Unterdessen kam es zu einer erheblichen Aufwertung des Euro gegenüber dem russischen Rubel.

**Abbildung 11 Wechselkurs des Euro gegenüber ausgewählten Währungen**

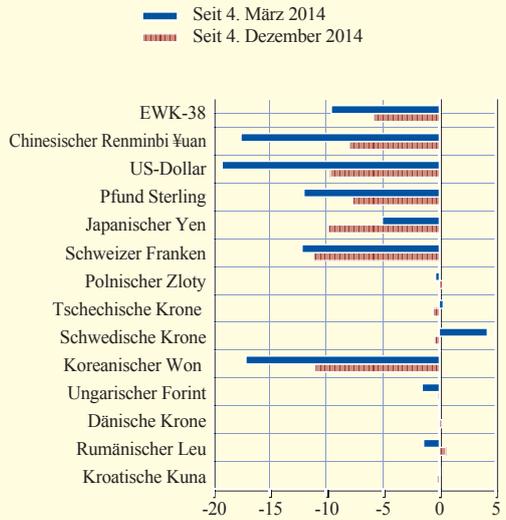
(1. Dezember 2008 = 100)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 4. März 2015. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

**Abbildung 12 Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen**

(in %)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Prozentuale Veränderung bis zum 4. März 2015. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

### 3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

Seit Mitte 2014 zeichnet sich eine allmähliche Festigung der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet ab, und die Lage an den Arbeitsmärkten hat sich verbessert. Darüber hinaus haben sich verschiedene Faktoren in letzter Zeit weiter positiv auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ausgewirkt. Die niedrigeren Ölpreise stärken das real verfügbare Einkommen und stützen damit den privaten Konsum. Die jüngste Abwertung des Euro hat den Exporten Auftrieb gegeben. Das kürzlich bekannt gegebene erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten sollte zusätzlich zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen und zur Verbesserung des Zugangs zu Krediten beitragen. Daher dürfte sich die Konjunktur im Jahresverlauf 2015 und darüber hinaus – getragen von der Inlands- wie auch der Auslandsnachfrage – weiter beleben, wenngleich die Arbeitslosigkeit den Erwartungen zufolge hoch bleiben wird. Vor diesem Hintergrund fallen die Wachstumsaussichten in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 günstiger aus als in den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2014.

**Die inländische Nachfrage hat sich in der zweiten Jahreshälfte 2014 dynamischer entwickelt.** Das reale BIP des Eurogebiets erhöhte sich im vierten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (nach 0,2 % im dritten Jahresviertel 2014). Nach dem siebten vierteljährlichen Anstieg in Folge kehrte das reale BIP damit im Schlussquartal 2014 wieder auf das Niveau vom ersten Vierteljahr 2011 zurück, wenngleich es immer noch knapp 2 % unter seinem kurz vor Beginn der Krise im Jahr 2008 verzeichneten Stand liegt (siehe Abbildung 13). Hinzu kommt, dass die Stärke der Erholung in den einzelnen Euro-Ländern nach wie vor uneinheitlich ist. Zwar lag bei Redaktionsschluss dieses Wirtschaftsberichts noch keine Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten vor, doch lassen die verfügbaren Konjunkturindikatoren und Länderdaten darauf schließen, dass von der Binnennachfrage auch im letzten Jahresviertel 2014 positive Wachstumsimpulse ausgingen. Der Außenbeitrag scheint ebenfalls positiv ausgefallen zu sein, da sich die Abwertung des Euro förderlich auf die Exporte auswirkt.

**Die Basis für die laufende wirtschaftliche Erholung hat sich in den letzten Monaten erkennbar gefestigt.** Erstens trägt der vorwiegend angebotsbedingte drastische Ölpreiserückgang zu einem deutlichen Anstieg des real verfügbaren Einkommens bei. Zweitens wird die inländische Nachfrage weiterhin von dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs und der daraus resultierenden anhaltenden Verbesserung der Finanzierungsbedingungen sowie von der Lockerung der Kreditangebotsbedingungen profitieren. Drittens dürfte die Konjunktur im Eurogebiet zunehmend von der allmählich steigenden Auslandsnachfrage und der Euro-Abwertung getragen werden. Hinzu kommt, dass sich Faktoren wie etwa die schwache weltweite Nachfrage und die Bilanzsanierungen im privaten und öffentlichen Sektor, die zu dem über viele Jahre hinweg sehr geringen Wachstum des realen BIP beigetragen haben, allmählich umkehren und einen günstigeren Einfluss auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ausüben. Vor diesem Hintergrund haben sowohl das Verbraucher- als auch das Unternehmensvertrauen inzwischen ein Niveau

Abbildung 13 Reales BIP des Euro-Währungsgebiets

(Index: Q1 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

erreicht, das deutlich über den Ende 2012 verzeichneten Werten liegt.

**Diese positiven Entwicklungen spiegeln sich auch in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 wider.<sup>1</sup>** Die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet wird sich den Projektionen zufolge in den kommenden drei Jahren allmählich verstärken. Dabei dürften sowohl von der Inlands- als auch von der Auslandsnachfrage positive Wachstumsimpulse ausgehen. Die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB sollten die Wirtschaftstätigkeit auf kurze bis mittlere Sicht über eine Vielzahl von Kanälen beträchtlich stützen. Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 zufolge wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum in diesem Jahr auf 1,5 %, im Jahr 2016 auf 1,9 % und im Jahr 2017 auf 2,1 % belaufen (siehe Abbildung 15).

**Das Konsumwachstum hat sich im zweiten Halbjahr 2014 beschleunigt.** Das Wachstum der privaten Konsumausgaben profitierte im vergangenen Jahr in erheblichem Maße vom stärkeren Anstieg des real verfügbaren Einkommens infolge eines höheren Lohn- und Nichtlohneinkommens, eines geringeren Konsolidierungsbedarfs sowie sinkender Energiepreise. Nach einem vierteljährlichen Zuwachs von 0,5 % im dritten Jahresviertel deuten die Konjunkturindikatoren für das Schlussquartal 2014 auf eine weitere relativ kräftige Zunahme des privaten Verbrauchs hin. So haben sich sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Pkw-Neuzulassungen im vierten Quartal stärker erhöht als im vorangegangenen Dreimonatszeitraum.

**Abbildung 14 Beiträge zum Wachstum des realen BIP des Euro-Währungsgebiets**

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Daten bis zum dritten Quartal 2014 weder saisonbereinigt noch arbeitstäglich bereinigt. BIP-Wachstum für das vierte Quartal 2014 geschätzt auf Basis der saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Schnellschätzung.

**Abbildung 15 Reales BIP des Euro-Währungsgebiets (einschließlich Projektionen)**

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und der Aufsatz „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015“, veröffentlicht am 5. März 2015 auf der Website der EZB.  
Anmerkung: Arbeitstäglich bereinigte Daten. Die dargestellten, den zentralen Projektionspfad umgebenden Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt.

<sup>1</sup> Siehe den Aufsatz „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015“, veröffentlicht am 5. März 2015 auf der Website der EZB.

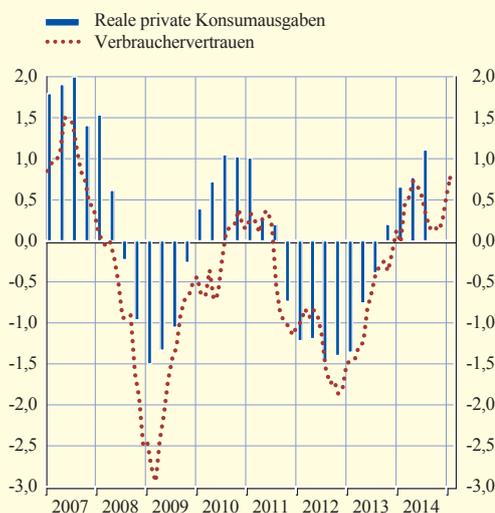
**Was die nähere Zukunft betrifft, so wird das Wachstum der privaten Konsumausgaben voraussichtlich ein wesentlicher Faktor für die konjunkturelle Erholung bleiben.** Das höhere Lohnwachstum infolge zunehmender Beschäftigung sollte die Entwicklung der privaten Konsumausgaben weiter stützen. Darüber hinaus wird sich der Rückgang der Energiepreise weiterhin positiv auf das real verfügbare Einkommen auswirken und damit dem privaten Konsum Auftrieb geben. Allerdings wird ein Teil der aus dem Ölpreisverfall resultierenden Einkommensgewinne zunächst für Sparzwecke verwendet werden, wie aus dem erwarteten Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte ersichtlich wird (siehe Kasten 4). Umfrageergebnisse deuten auf eine anhaltend robuste Entwicklung des privaten Verbrauchs hin. So verbesserte sich der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für das Verbrauchervertrauen im Euroraum, der recht gute Hinweise auf die trendmäßige Konsumententwicklung liefert, im Januar und Februar 2015 deutlich und erreichte wieder sein Vorkrisenniveau (siehe Abbildung 16).

**Die Investitionsausgaben haben sich in der zweiten Jahreshälfte 2014 weiterhin verhalten entwickelt.** Die Bruttoanlageinvestitionen im Euro-Währungsgebiet waren im dritten Quartal 2014 aufgrund gesunkener Bauinvestitionen rückläufig, während die Investitionen außerhalb des Baugewerbes stabil blieben. Im vierten Quartal dürften die Gesamtinvestitionen infolge einer zunehmenden Investitionsgüterproduktion, einer geringfügig höheren Kapazitätsauslastung und einer Erholung des Vertrauens im Investitionsgütersektor in vierteljährlicher Betrachtung leicht gestiegen sein. Was die Investitionen im Baugewerbe betrifft, so lassen die höhere Bauproduktion im Vergleich zum dritten Jahresviertel sowie steigende, wenn auch nach wie vor unter ihrem Durchschnittswert liegende Vertrauensindikatoren auf ein leicht positives Wachstum im Schlussquartal 2014 schließen.

**Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen dürfte im laufenden Jahr an Dynamik gewinnen.** Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung erhöhte sich im Januar und Februar und lag über seinem Stand vom Vorquartal, was auf eine mögliche beschleunigte Investitionsdynamik hinweist. Weitgehend im Einklang mit früheren Erholungsphasen nach Finanzkrisen fällt die aktuelle Zunahme der Investitionstätigkeit verhalten aus, da sich weiterhin mehrere Faktoren, wie etwa die in Mitleidenschaft gezogenen Bilanzen, in vielen Teilen des Unternehmenssektors dämpfend auswirken. Auch die recht zögerlich nachlassende Unsicherheit infolge der Krise wirkt sich wachstumshemmend aus. Im dritten Quartal 2014 lag die Investitionstätigkeit nach wie vor fast 17 % unter ihrem Höchststand vom ersten Quartal 2008, woraus sich ein drastischer Rückgang der Investitionsquote ergab (siehe Abbildung 17). Aufgrund der höheren Auslands- und Inlandsnachfrage, der Notwendigkeit zur Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionen, der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, des schwächeren Euro-Wechselkurses und der allmählich steigenden Gewinnaufschläge dürfte die Erholung der Unternehmensinvestitionen in nächster Zeit an Dynamik gewinnen.

**Abbildung 16 Private Konsumausgaben und Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; mittelwertbereinigt)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

**Die Bauinvestitionen dürften ab 2015 moderat zunehmen**, getragen von den in den meisten Ländern sehr niedrigen Hypothekenzinsen, einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen, einer stärkeren Kreditvergabe an private Haushalte und dem anziehenden Wachstum des verfügbaren Einkommens. Der in einigen Staaten geringere Anpassungsbedarf an den Wohnimmobilienmärkten wird die Wohnungsbauinvestitionen mit der Zeit ebenfalls stützen.

**Der Außenhandel wird den Erwartungen zufolge einen geringfügig positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisten, da die weltweite Nachfrage und die Abwertung des Euro die Exporte stützen dürften.** Die Waren- und Dienstleistungsausfuhren des Euro-Währungsgebiets erhöhten sich im dritten Jahresviertel 2014 um 1,3 % gegenüber dem Vorquartal.

Im Schlussquartal 2014 stiegen die Exporte in die Vereinigten Staaten, nach China und in andere asiatische Länder weiter an, während sich die Ausfuhren in europäische Staaten außerhalb des Euroraums und nach Lateinamerika verhalten entwickelten. Gestützt durch eine allmählich anziehende weltweite Nachfrage und die Abwertung des Euro dürfte sich diese Entwicklung im laufenden Jahr und darüber hinaus fortsetzen. Die Einfuhren des Eurogebiets werden den Erwartungen zufolge Anfang 2015 weiter zunehmen und sich mittelfristig im Einklang mit der Erholung der Binnennachfrage noch verstärken. Infolgedessen dürfte der Außenhandel im Betrachtungszeitraum nur moderat zum Wachstum des realen BIP beitragen.

**Nach wie vor stehen einige Faktoren einer stärkeren Konjunkturbelebung entgegen.** Die laufenden Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren werden weiterhin einen Abwärtsdruck auf die Inlandsnachfrage ausüben. Dabei wirkt sich der anhaltende Anpassungsbedarf an den Wohnimmobilienmärkten, der sich auch in weiter sinkenden Immobilienpreisen in einigen Ländern widerspiegelt, dämpfend auf den Wohnungsbau in diesen Euro-Ländern aus. Ferner wird die Erholung weiterhin durch die zwar anhaltende, aber nachlassende Unsicherheit in Bezug auf die europäische Staatsschuldenkrise sowie durch geopolitische Faktoren beeinträchtigt. Die in den letzten Jahren verzeichnete längere Phase schwachen Wachstums im Eurogebiet stand im Zusammenhang mit der Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte in mehreren Ländern. Vor diesem Hintergrund wird in Kasten 5 das Ergebnis der Prüfung im Rahmen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht für das Jahr 2015 beleuchtet.

**Die Risiken für den Wirtschaftsausblick sind nach unten gerichtet, haben aber nach den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen und infolge des Ölpreizrückgangs abgenommen.** Zu den Abwärtsrisiken zählen weiter zunehmende geopolitische Spannungen und erneute Spannungen an den Staatsanleihemärkten im Euroraum. Diese Abwärtsrisiken werden nur zum Teil durch Aufwärtsrisiken ausgeglichen, die aus unerwartet starken Auswirkungen von Strukturreformen und der EU-Investitionsinitiative erwachsen.

**Abbildung 17 Investitionsquote des Euro-Währungsgebiets**

(Investitionen gemessen am BIP in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

### Die Lage am Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet hellt sich langsam auf.

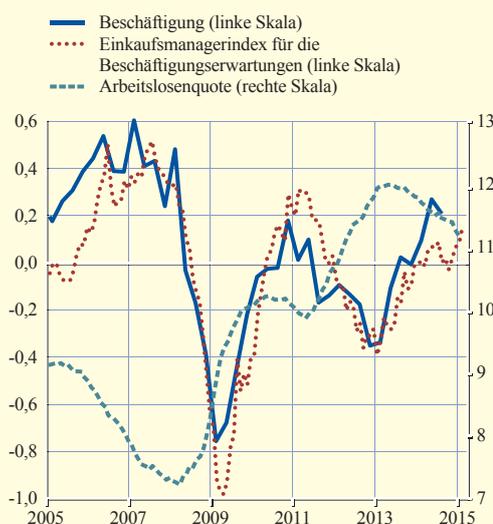
Die Beschäftigtenzahl (siehe Abbildung 18) erhöhte sich im dritten Quartal 2014 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und somit das dritte Vierteljahr in Folge. Darüber hinausgehende Angaben liegen noch nicht vor. Zurückzuführen ist diese positive Entwicklung auf das anhaltende Wachstum im Dienstleistungssektor (insbesondere bei den marktbestimmten Dienstleistungen) und jüngste Anzeichen einer Stabilisierung in der Industrie und im Baugewerbe. Im Bausektor wurde mit dem moderaten Beschäftigungszuwachs im dritten Jahresviertel der erste vierteljährliche Anstieg seit dem dritten Quartal 2007 verzeichnet. Neben der positiven Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt war das Beschäftigungswachstum auf Länderebene größtenteils den Verbesserungen in Ländern mit aktuell hohen Arbeitslosenquoten wie Spanien, Portugal und Griechenland zuzuschreiben. Auch die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden erhöhte sich im dritten Jahresviertel. Mit einem Plus von 0,4 % gegenüber dem Vorquartal fiel der Anstieg erneut etwas größer aus als in den vorangegangenen Quartalen nach der Erholung von der letzten Rezession im Eurogebiet. Wenn gleich die Umfragewerte immer noch niedrig ausfallen, deuten sie dennoch darauf hin, dass sich die Beschäftigungssituation zum Jahreswechsel weiter aufgehellt hat. Die vorausschauenden Indikatoren lassen zudem auf eine erneute geringfügige Verbesserung der Arbeitsmarktlage schließen.

**Ausgehend von einem erhöhten Niveau sinkt die Arbeitslosigkeit sukzessive weiter.** Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im Januar des laufenden Jahres bei 11,2 %. Dies entspricht zwar einem Rückgang von 0,6 Prozentpunkten im Vorjahresvergleich, dennoch liegt die Quote immer noch 1,3 Prozentpunkte über ihrem Tiefstand vom April 2011 bzw. 4,0 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisentief. Der anhaltende Rückgang der Arbeitslosenquote ist mittlerweile in allen Altersgruppen, bei Männern und Frauen sowie in den meisten Euro-Ländern zu beobachten, wenngleich weiterhin erhebliche Unterschiede bestehen.

**Die Arbeitsmärkte des Eurogebiets dürften sich kurz- bis mittelfristig weiter positiv entwickeln.** Während der jüngste Anstieg des Beschäftigungswachstums bereits stärker ausfiel, als auf Grundlage der historischen Beziehungen zu erwarten gewesen wäre, dürfte sich der Zuwachs in den kommenden Quartalen aufgrund der sich belebenden Konjunktur noch beschleunigen und somit die positiven Auswirkungen von Strukturreformen in Ländern, die von der Krise stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, widerspiegeln. Infolgedessen sollte die Arbeitslosenquote für das Eurogebiet im Zuge der an Breite gewinnenden Erholung weiter sinken.

Abbildung 18 Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index; in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt.

## 4 PREISE UND KOSTEN

Maßgeblich für den seit Ende 2011 beobachteten, anhaltenden Rückgang der Teuerung nach dem HVPI sind globale und binnenwirtschaftliche Faktoren, wobei im Wesentlichen der jüngste Ölpreisverfall dafür verantwortlich ist, dass sich die Teuerung in den letzten Monaten ins Negative kehrte. Auf der Grundlage der Terminpreise für Öl wird erwartet, dass die jährliche HVPI-Inflation auch in den kommenden Monaten im negativen Bereich oder auf sehr niedrigem Niveau liegen wird. Die Experten der EZB rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 damit, dass die Teuerung 2015 im Durchschnitt 0,0 % betragen, jedoch 2016 deutlich auf 1,5 % und 2017 weiter auf 1,8 % steigen wird. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich von 0,8 % im Jahr 2015 auf 1,3 % im Jahr 2016 und 1,7 % im Jahr 2017 erhöhen. Die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen dürften dazu beitragen, dass die Inflation während des Prognosezeitraums ansteigt, und die Verankerung der Inflationserwartungen stärken. Die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung werden genau beobachtet, vor allem im Hinblick auf die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen und Veränderungen der geopolitischen Lage sowie die Entwicklung des Wechselkurses und der Energiepreise.

### Die Inflationsraten lagen in den letzten Monaten deutlich unter den von Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum vom Dezember 2014 erwarteten Werten.

Laut der Vorausschätzung von Eurostat betrug die jährliche Teuerung nach dem HVPI im Februar dieses Jahres -0,3 % nach -0,6 % im Januar und -0,2 % im Dezember 2014 (siehe Abbildung 19). Die niedriger als erwartet ausgefallenen Ergebnisse sind vor allem dem geringeren Beitrag der Energiepreise zuzuschreiben. Seit Mitte November 2014, also dem Redaktionsschluss für die Projektionen vom Dezember 2014, die anhand der damals geltenden Terminpreise für Öl erstellt worden waren, haben sich die Ölpreise drastisch verringert (siehe Abbildung 2).

**Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel ist nach wie vor weitgehend stabil.** Das niedrige Niveau der Kerninflation lässt sich dem Zusammenspiel verschiedener Faktoren zuschreiben, u. a. den verzögerten Effekten der starken Euro-Aufwertung bis Mai 2014, der in bestimmten Euro-Ländern stattfindenden Anpassung der relativen Preise sowie der anhaltend schwachen Verbrauchernachfrage und einem geringen Spielraum bei der Preissetzung. Zudem geht auch von den niedrigeren Preisen für Öl und sonstige Rohstoffe ein Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel aus, da die geringeren Vorleistungskosten über die Preiskette weitergegeben werden.<sup>1</sup>

**Abbildung 19 Teuerung im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie**

(Veränderung gegen Vorjahr in%)

- Teuerung nach dem HVPI
- ..... Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie
- ▲ Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen zur Inflation vom März 2015
- Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen zur Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie vom März 2015



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zur HVPI-Inflation und zur HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie beziehen sich auf Februar 2015 (Vorausschätzung). Die Angaben zu den Projektionen beziehen sich auf die Jahresdurchschnittswerte für 2015, 2016 und 2017 (siehe den Artikel „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015“, der am 5. März 2015 auf der EZB-Website veröffentlicht wurde).

<sup>1</sup> Eine genauere Beschreibung indirekter Effekte findet sich in: EZB, Indirekte Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht Dezember 2014.

**Die jüngste Inflationsentwicklung wird von den direkten Effekten des Ölpreisrückgangs geprägt** (siehe Abbildung 20). Der jüngste Ölpreisrückgang dürfte in weiten Teilen auf die Preise für Flüssigbrennstoffe vor Steuern durchgewirkt haben. Auch andere, z. B. die Strom- und Gaspreise betreffende, typische direkte Effekte waren für die in jüngster Zeit negativen Inflationsraten verantwortlich.

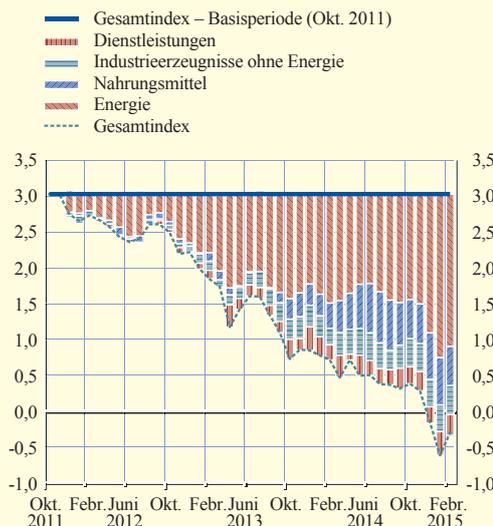
**Auch die Nahrungsmittelpreise geraten nach wie vor unter Abwärtsdruck.** In den letzten Monaten sind die Jahresteuerraten der unverarbeiteten Nahrungsmittel stärker in den negativen Bereich gerutscht, während sich der Preisauftrieb bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln weiter abgeschwächt hat. Diese Entwicklung spiegelt zum Teil die indirekten Auswirkungen der rückläufigen Preise für Agrarrohstoffe und sonstige Rohstoffe entlang der Produktions- und Preiskette wider.

**Der verzögerte Einfluss des bis Mai 2014 gestiegenen Euro-Wechselkurses und der Rückgang der internationalen Rohstoffpreise belasten nach wie vor die Preisentwicklung bei Industrierzeugnissen ohne Energie.** Zu beachten ist, dass viele dieser Industrierzeugnisse, z. B. Computer und Elektrogeräte, tendenziell entweder Importgüter sind oder einen relativ hohen Importgehalt aufweisen. Darüber hinaus können die niedrigeren internationalen Ölpreise einen Abwärtsdruck auf die Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie ausüben, da Energie bei der Herstellung solcher Güter ein wesentlicher Kostenfaktor ist. Neben stärker konjunkturbezogenen Faktoren können stärker strukturbezogene Einflüsse auf die Preisentwicklung dieser Güter zum Tragen kommen. In Kasten 6 werden die potenziellen inflationsdämpfenden Effekte des elektronischen Handels beleuchtet.

**Der Druck auf die Preise von Industrierzeugnissen ohne Energie bleibt schwach.** Der Anstieg der Erzeugerpreise für Konsumgüter, der gegenüber der Teuerung bei Industrierzeugnissen ohne Energie tendenziell einen Vorlauf von rund sechs bis zwölf Wochen aufweist,

Abbildung 20 Teuerung nach dem HVPI seit Oktober 2011

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2015 (Vorausschätzung). Die Abbildung weist den Beitrag der Komponenten zum Rückgang der Gesamtinflation seit dem letzten Höchststand der HVPI-Inflation im Oktober 2011 in Prozentpunkten aus.

Abbildung 21 Industrierzeugnisse ohne Energie – Preisdruck in den nachgelagerten Stufen der Preiskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Markit, Eurostat und EZB-Berechnungen.

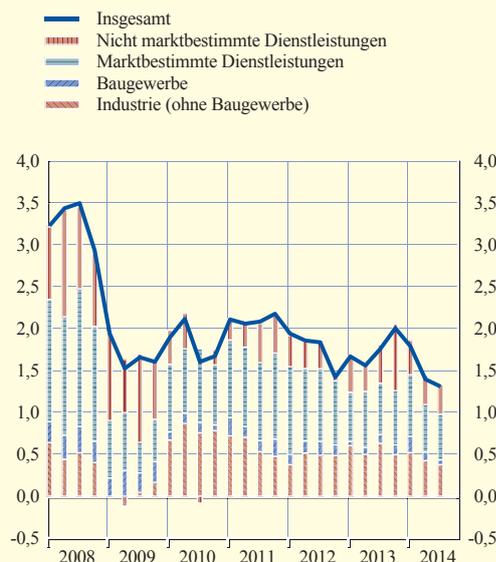
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2015.

lag im Januar 2015 weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Zudem gingen die Umfrageergebnisse zu den Vorleistungspreisen im Einzelhandel ohne Nahrungsmittel im Januar 2015 weiter zurück (siehe Abbildung 21). Einerseits wies die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter in den vorgelagerten Stufen der Preiskette den zweiten Monat in Folge aufgrund der Euro-Abwertung ein positives Vorzeichen auf. Andererseits liegen sowohl die Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter als auch die in Euro gerechneten Preise für Rohöl und sonstige Rohstoffe weiterhin auf gemäßigttem Niveau.

**Die verhaltene Arbeitskostenentwicklung sorgte für einen weiterhin gedämpften Preisdruck bei den Dienstleistungen.** Da die Arbeitskosten tendenziell einen relativ großen Teil der Gesamtkosten im Dienstleistungssektor darstellen, trug das gedämpfte Lohnwachstum dazu bei, dass der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen weiterhin auf einem niedrigen, aber weitgehend stabilen Niveau lag (siehe Abbildung 22). Das schwache Lohnwachstum und der geringe Preisauftrieb bei den Dienstleistungen ist möglicherweise auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen, vor allem auf die hohe Unterauslastung in der Wirtschaft und die schwache Arbeitsmarktentwicklung im Eurogebiet. Darüber hinaus haben auch die indirekten Effekte der niedrigeren Ölpreise in letzter Zeit zu einem Preisrückgang bei den Verkehrsdienstleistungen (z. B. in der Luftfahrt) beigetragen, wo Treibstoff einen wesentlichen Kostenfaktor darstellt. Daneben kann dies auch darauf hindeuten, dass in einigen Euro-Ländern infolge der an den Arbeits- und Gütermärkten in den letzten Jahren vorgenommenen Strukturreformen die Lohn- und Preisflexibilität gestiegen ist (siehe Abbildung 23).

**Abbildung 22 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren im Euro-Währungsgebiet**

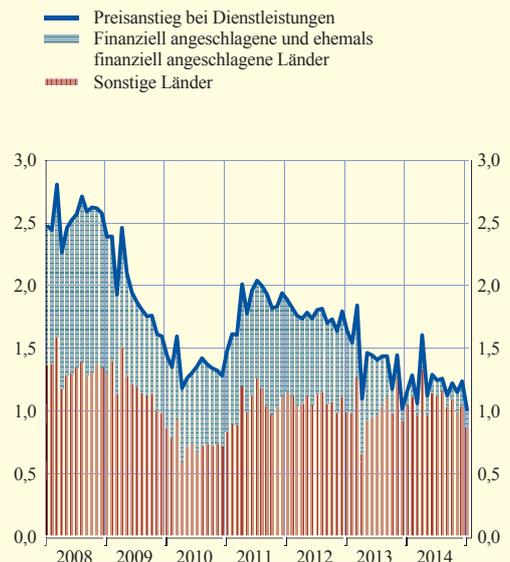
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die 18 Euro-Länder. „Nicht marktbestimmte Dienstleistungen“ umfassen Tätigkeiten staatlicher Stellen und privater gemeinnütziger Institutionen in Bereichen wie der allgemeinen öffentlichen Verwaltung, dem Bildungs- und dem Gesundheitswesen. „Marktbestimmte Dienstleistungen“ sind als verbleibender Unterschied zu den Dienstleistungen insgesamt definiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014.

**Abbildung 23 Preisanstieg bei Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2015.

**Ob sich aus den niedrigeren Ölpreisen Zweitrundeneffekte ergeben, muss beobachtet werden.**

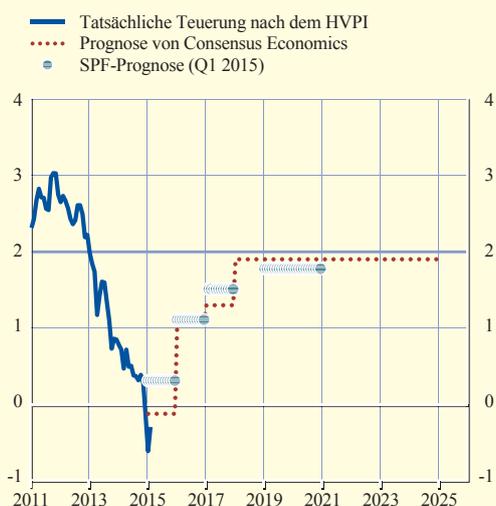
Einerseits ließe eine höhere Lohnflexibilität darauf schließen, dass etwaige Abwärtskorrekturen nunmehr stärker ausfallen könnten. Andererseits kann eine merkliche Verringerung automatischer Lohnindexierungen darauf hindeuten, dass es beim Lohnwachstum zu geringeren Abwärtskorrekturen kommt als vielleicht zuvor. Darüber hinaus sind in vielen Ländern nach wie vor nominale Lohnrigiditäten vorhanden, die eine Kürzung der Löhne in absoluter Rechnung erschweren.

**Umfragebasierte Indikatoren für langfristige Inflationserwartungen lassen auf eine schrittweise Wiederannäherung an die 2 %-Marke schließen** (siehe Abbildung 24). Nach dem jüngsten Rückgang der Ölpreise sind die umfragebasierten kurzfristigen Inflationserwartungen drastisch gesunken. Die umfragebasierten langfristigen Erwartungen waren jedoch deutlich weniger stark rückläufig als die am Markt herrschenden Erwartungen. Aufgrund der sich vor dem Hintergrund sinkender Preise für Öl und sonstige Rohstoffe sowie eines schwachen Wirtschaftswachstums ergebenden niedrigen Teuerung scheinen die Inflationserwartungen allgemein gesunken zu sein.

**Die marktbasierten Indikatoren für Inflationserwartungen sind stärker rückläufig als die umfragebasierten Indikatoren.** Die vergleichsweise niedrigen marktbasierten Inflationserwartungen spiegeln teilweise den Einfluss negativer Inflationsrisikoprämien wider. Eine negative Inflationsrisikoprämie entsteht, wenn die inflationsindexierten Swapsätze und die Breakeven-Inflationsraten unter dem von den Marktteilnehmern tatsächlich erwarteten zukünftigen Inflationsniveau liegen. Dies kann der Fall sein, wenn die Marktteilnehmer einem Szenario mit geringerer Inflation eine größere Wahrscheinlichkeit beimessen als einem Szenario mit höherer

**Abbildung 24 Aus Umfragen gewonnene Messgrößen der Inflationserwartungen**

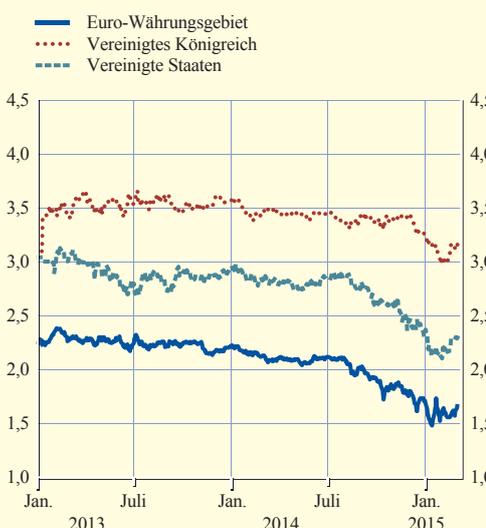
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben zur Prognose von Consensus Economics wurden im Februar 2015 für 2015 und 2016 und im Oktober 2014 für den verbleibenden Prognosehorizont veröffentlicht.

**Abbildung 25 Fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsätze (beginnend) in fünf Jahren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Thomson Reuters.  
Anmerkung: Die inflationsindexierten Swapsätze für das Vereinigte Königreich sind an den dortigen Einzelhandelspreisindex gebunden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. März 2015.

Inflation. Dadurch steigt wiederum deren Präferenz für nominale Anleihen gegenüber inflationsindexierten Papieren, da die realen Renditen nominaler Anleihen in einem derartigen Szenario relativ günstig ausfielen. Der Rückgang der langfristigen marktbasieren Inflationserwartungen in den letzten Monaten war auch in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich zu beobachten (siehe Abbildung 25) und ist sehr wahrscheinlich auf einen weltweiten Anstieg der negativen Inflationsrisikoprämien zurückzuführen.

**Mit Blick auf die Zukunft wird damit gerechnet, dass die HVPI-Inflation 2015 im Durchschnitt 0,0 % betragen, jedoch 2016 deutlich und 2017 weiter steigen wird.** Auf der Grundlage der Mitte Februar vorliegenden Daten gehen die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 davon aus, dass die Teuerung nach dem HVPI-Gesamtindex von -0,4 % im ersten Quartal 2015 auf 1,9 % im Schlussquartal 2017 steigen wird; im Schnitt wird sie 2015 bei 0,0 %, 2016 bei 1,5 % und 2017 bei 1,8 % liegen (siehe Abbildung 26). Der projizierte Anstieg der Teuerung nach dem HVPI insgesamt spiegelt die Erwartung einer Trendumkehr bei den Energiepreisen wider, wie an den nach oben tendierenden Preisen für Ölterminkontrakte, dem Einfluss des gesunkenen effektiven Euro-Wechselkurses und einem merklich zunehmenden binnenwirtschaftlichen Kostendruck im Zuge der konjunkturellen Erholung und der sich zügig schließenden negativen Produktionslücke abzulesen ist.

**Durch die sich verbessernde Arbeitsmarktlage und die rückläufige Unterauslastung der Wirtschaft ergibt sich ein stärkerer inländischer Preisdruck im Projektionszeitraum.** Das anhaltende Beschäftigungswachstum und ein Rückgang der Arbeitslosenquote dürften ein Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stützen, wobei die laufenden Anpassungsprozesse hinsichtlich der Kostenwettbewerbsfähigkeit in einigen Euro-Ländern einer kräftigeren Belegung im Wege stehen. Während das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer anzieht, lässt der daraus resultierende konjunkturbedingte Produktivitätszuwachs auf ein nahezu unverändertes Wachstum der Lohnstückkosten in den kommenden zwei Jahren schließen. Im Jahr 2017 wird das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer den Projektionen zufolge etwas stärker zunehmen als die Produktivität, weil davon auszugehen ist, dass es angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung nach jahrelanger Zurückhaltung bei den Lohnerhöhungen zu Aufholeffekten kommt. Nach einem Rückgang im Jahr 2015 dürften die Gewinnmargen über den verbleibenden Projektionszeitraum hinweg steigen. Grund hierfür dürfte ein merkliches Anziehen der Produktivität und der Wirtschaftstätigkeit sein.

**Abbildung 26 Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Projektionen)**



Quellen: Eurostat und „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom März 2015“ (auf der Website der EZB am 5. März 2015 veröffentlicht).  
Anmerkung: Die dargestellten, den zentralen Projektionspfad umgebenden Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt.

**Geldpolitische Sondermaßnahmen dürften dazu beitragen, dass die Inflation während des Prognosezeitraums aufgrund eines sowohl binnen- als auch außenwirtschaftlichen Preisdrucks ansteigt.** Der stimulierende Einfluss der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen auf das Wachstum des realen BIP und die sich daraus ergebende raschere Schließung der Produktionslücke werden den Erwartungen zufolge das Wachstum sowohl der Gewinnmargen als auch der Löhne ankurbeln. Der aus diesen Maßnahmen erwachsende Abwärtsdruck auf den Euro-Wechselkurs führt über den Wechselkurskanal zu einem zusätzlichen außenwirtschaftlichen Preisdruck. Darüber hinaus dürften positive Effekte im Hinblick auf das Vertrauen im Zusammenhang mit den Maßnahmen zu einer Stabilisierung der Inflationserwartungen beitragen.

**Der EZB-Rat hat angekündigt, dass er die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung genau beobachten wird.** In diesem Zusammenhang wird das Augenmerk insbesondere auf der Transmission der geldpolitischen Maßnahmen und Veränderungen der geopolitischen Lage sowie auf der Entwicklung der Wechselkurse und der Energiepreise liegen.

## 5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

Das Jahreswachstum der weit gefassten Geldmenge M3 hat sich weiter erholt, ist aber nach wie vor gedämpft. Indessen hat sich das jährliche Wachstum der Buchkreditvergabe beschleunigt, womit sich bestätigt, dass es zu Beginn des Jahres 2014 zu einer Trendwende bei der Kreditentwicklung gekommen ist: Die Beschränkungen des Kreditangebots schwinden allmählich, und die Kreditnachfrage nimmt zu. Insgesamt legen die jüngsten Entwicklungen den Schluss nahe, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB zur Wiederherstellung eines reibungslosen Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und zur Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken beitragen.

**Angesichts des extremen Niedrigzinsumfelds verbesserte sich die Geldmengen- und Kreditdynamik abermals.** Gegenüber dem dritten Quartal 2014 deuten die monetären Indikatoren auf einige positive Entwicklungen hin. Dies macht sich auch beim Angebot von und der Nachfrage nach Bankkrediten bemerkbar. Im historischen Vergleich ist das Wachstum der Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum allerdings nach wie vor schwach, und es sind immer noch große Differenzen zwischen den Kreditzinsen in den einzelnen Euro-Ländern zu beobachten.

**An den aktuellen Daten lässt sich eine Belebung der Grunddynamik des M3-Wachstums ablesen; diese ist jedoch weiterhin gedämpft.** Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich auf 2,9 % im vierten Quartal 2014 und auf 4,1 % im Januar 2015, verglichen mit 2,0 % im dritten Jahresviertel und einem Tiefstand von 0,8 % im April 2014 (siehe Abbildung 27). Der jährliche Zuwachs von M3 wird nach wie vor durch die liquidesten Komponenten der weit gefassten Geldmenge gestützt; so weitete sich das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 kräftig aus und verzeichnete eine Vorjahrsrate von 6,7 % im Schlussquartal 2014 und 9,0 % im Januar 2015 (gegenüber 5,7 % im dritten Quartal des Vorjahres).

**Der geldhaltende Sektor konzentriert sich auf täglich fällige Einlagen.** Das extrem niedrige Zinsniveau begünstigt nach wie vor Investitionen des geldhaltenden Sektors in täglich fällige M3-Einlagen. Die Geldmenge M1 profitierte vom beschleunigten Wachstum der täglich fälligen Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 28). Die Präferenz des geldhaltenden Sektors für die liquidesten Aktiva – vornehmlich täglich fällige Einlagen – deutet darauf hin, dass hier weiterhin Liquiditätspuffer aufgebaut werden. Die niedrige (und rückläufige) Verzinsung der weniger liquiden monetären Aktiva trug zum anhaltenden Rückgang der sonstigen kurzfristigen Einlagen bei. Bei den marktfähigen Finanzinstrumenten (d. h. M3 - M2), die ein relativ geringes Gewicht innerhalb von M3 aufweisen, fiel die Zuwachsrate weniger negativ aus und kehrte sich am Ende des vierten Quartals 2014 wieder ins Positive. So waren die Bestände an von monetären Finanzinstituten (MFIs) begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen bis zum

Abbildung 27 Geldmenge M3 und Grunddynamik des M3-Wachstums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

— Bandbreite der Messgrößen der Grunddynamik des M3-Wachstums  
— M3: Jahreswachstumsrate (vierteljährliche Zeitreihe)  
— M3: Auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate (monatliche Zeitreihe)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bandbreite der Messgrößen der Grunddynamik des Geldmengenwachstums umfasst einen univariaten und einen multivariaten Filter des Geldmengenwachstums, eine Messgröße auf Basis eines dynamischen Faktormodells für eine Vielzahl monetärer Variablen, eine Messgröße des konjunkturbereinigten M3-Wachstums auf Basis eines Bayesianischen Vektorautoregressionsmodells und eine durch Ausschluss gewonnene Messgröße (Schätzung der M3-Einlagen privater Haushalte).

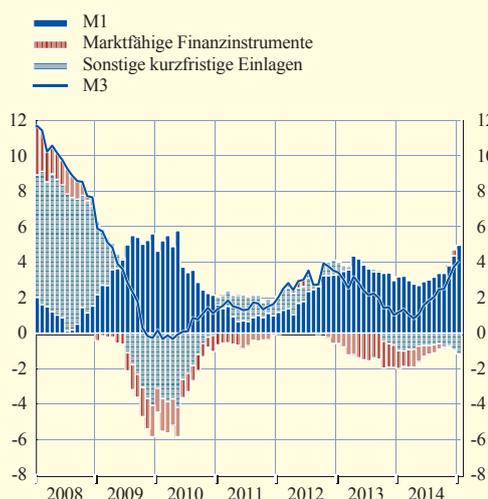
Schlussquartal 2014 rückläufig, verzeichneten dann aber um die Jahreswende wieder eine positive Jahreswachstumsrate.

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge wird weiterhin vom Auslandsgeschäft gestützt.** Eine Prüfung der Gegenposten von M3 (siehe Abbildung 29) zeigt, dass die M3-Dynamik im Wesentlichen durch die Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets und den Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten angekurbelt wurde. Aber auch die Trendwende beim Kreditwachstum wirkte sich förderlich aus. Im Schlussquartal 2014 verringerte sich der Beitrag der Netto-Auslandsposition der MFIs zwar erheblich gegenüber dem um die Jahresmitte verzeichneten Höchststand, blieb aber gestützt durch einen beträchtlichen Überschuss in der Leistungsbilanz positiv. In der schwächeren Netto-Auslandsposition könnte sich widerspiegeln, dass die Marktteilnehmer – insbesondere die internationalen Anleger – künftig mit niedrigeren Renditen für Vermögenswerte des Euroraums rechnen. Auch die weiter sinkende Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors wirkte sich begünstigend auf das M3-Wachstum aus; diese belief sich auf -4,8 % im vierten Quartal 2014 und -5,7 % im Januar 2015, verglichen mit -3,4 % im dritten Jahrsviertel des letzten Jahres.

**Die Banken weiteten ihre Bilanzen im Schlussquartal 2014 erstmals seit Mitte 2012 wieder aus (siehe Abbildung 30).** Von Ende 2011 bis April 2014 führten die Banken ihre Gesamtaktiva im Zuge des Fremdkapitalabbaus um rund 6 % zurück. Dabei drosselten sie auch ihre Kreditvergabe an den privaten Sektor. Diese Entwicklung folgte auf eine Phase umfangreicher Bilanzausweitungen: Zwischen 2005 und 2012 hatte sich die Bilanzsumme der MFIs deutlich erhöht, und zwar auf einen Höchststand von 33,7 Billionen € (d. h. dem 3,55-Fachen des BIP im Euro-Währungsgebiet), was einer Zunahme um mehr als 60 Prozentpunkte des BIP entspricht.

Abbildung 28 M3 und Hauptkomponenten von M3

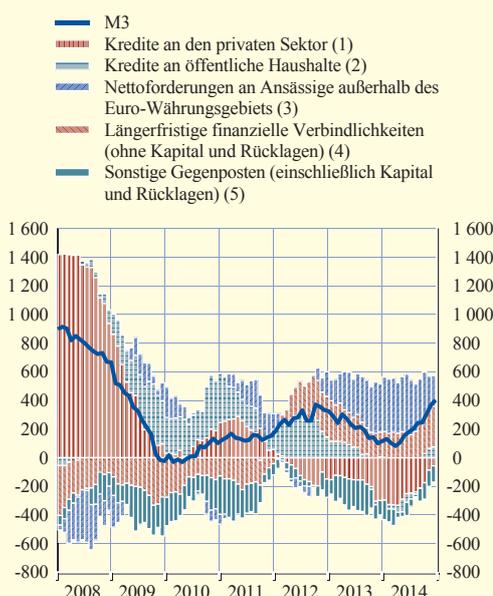
(Beiträge zur Jahreswachstumsrate von M3; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Abbildung 29 Gegenposten zu M3

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



Quelle: EZB.

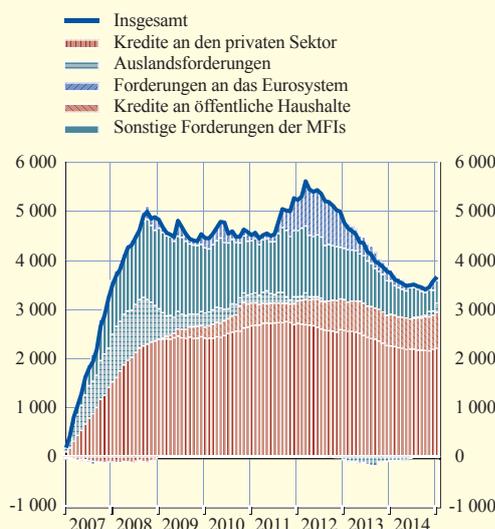
Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen, da es sich hierbei um Verbindlichkeiten des MFI-Sektors handelt.

**Die Entwicklung im Bankensektor war auch im vierten Quartal 2014 durch Anpassungsprozesse geprägt.** Wie sich an den im Oktober 2014 veröffentlichten Ergebnissen der umfassenden Bewertung der Banken im Euroraum durch die EZB ablesen lässt, haben die Banken erhebliche Anstrengungen zur Stärkung ihrer Bilanzen unternommen. Sie haben ihre Eigenkapitalquote teilweise durch vermehrte Aktienemissionen, aber auch durch Schuldenabbau und eine Verschärfung der Kreditvergabebedingungen (strengere Kreditrichtlinien, höhere Kreditspreads) erhöht. Diese Bemühungen um Bilanzkorrekturen und die jüngsten deutlichen Fortschritte bei den Eigenkapitalquoten haben dazu beigetragen, die Voraussetzungen für eine nachhaltige Verbesserung der geldpolitischen Transmission über den Bankkreditkanal zu schaffen. Allerdings ist die Ertragslage der Banken nach wie vor schwach, was sie daran hindern könnte, ihre Kreditgewährung im Fall einer stärkeren Nachfragebelebung auszuweiten und niedrigere Refinanzierungskosten über Zinssenkungen an die Kreditnehmer weiterzugeben.

**Die Refinanzierungskosten der Banken verbesserten sich im Schlussquartal 2014 weiter.** Ursächlich hierfür war das Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe (hierzu zählen die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) sowie das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)). Die günstigen Refinanzierungsbedingungen der Banken spiegeln sich in den Renditen unbesicherter Bankschuldverschreibungen wider, die im vierten Quartal auf einen historischen Tiefstand sanken (siehe Abbildung 31) und im Januar 2015 im Schnitt bei 0,69 % lagen. Die Einlagenkosten der Banken gingen weiter zurück, es gibt jedoch bislang keine Anzeichen für eine allgemeine Tendenz in Richtung negativer Einlagenzinsen in Reaktion auf den Negativzins für die Einlagefazilität der EZB. Insgesamt sind die zusammengesetzten Refinanzierungskosten der Banken vor dem Hintergrund der Nettotilgungen längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten

**Abbildung 30 Wichtigste Aktiva der MFIs im Euro-Währungsgebiet**

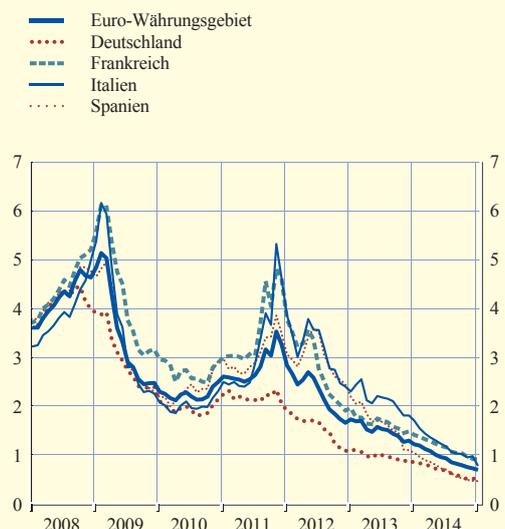
(in Mrd €; kumulierte Veränderungen seit 2007; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Meldekreis ist der MFI-Sektor ohne Eurosystem. „Insgesamt“ bezieht sich auf die Summe der wichtigsten Aktiva der MFIs, d. h., einige Vermögenskategorien werden nicht berücksichtigt.

**Abbildung 31 Zusammengesetzte Kosten der Fremdfinanzierung von Banken**

(zusammengesetzte Kosten der einlagenbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung am Markt für unbesicherte Schuldtitel; in % p. a.)



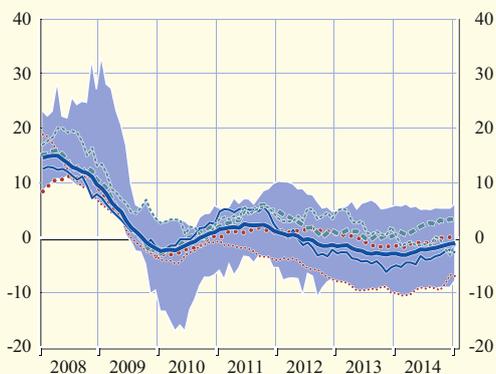
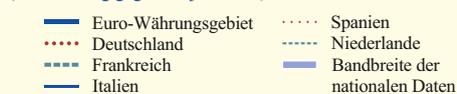
Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Durchschnitt der Einlagensätze im Neugeschäft und Kosten der Fremdfinanzierung am Markt, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände.

der MFIs nach wie vor rückläufig. Die verhaltene Emission von Schuldverschreibungen dürfte auf angebotsseitige Entwicklungen zurückzuführen sein, da die Banken ihre Bilanzen konsolidierten und von den GLRGs der EZB profitierten. Darüber hinaus geht aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (siehe [www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html)) hervor, dass sich der Zugang der Banken zur Refinanzierung über alle wichtigen Marktinstrumente hinweg verbessert hat. Am günstigsten wirkte sich dies auf den Absatz von Schuldverschreibungen aus, wohingegen die Banken per saldo eine leichte Verschlechterung ihres Zugangs zu langfristigen Einlagen und zur sonstigen Refinanzierung im Retail-Bereich meldeten.

**Die aktuellen Daten bestätigen eine Trendwende bei der Kreditentwicklung im ersten Quartal 2014.** Die Kontraktion der Bankkreditvergabe an den privaten Sektor hat sich erneut abgeschwächt. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Kreditvergabe erholte sich im Schlussquartal 2014 weiter auf -0,3 % (nach -0,9 % im dritten Jahresviertel 2014) und im Januar 2015 auf 0,5 %. Die Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften schrumpften abermals weniger stark (siehe Abbildung 32), während sich das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte im positiven Bereich stabilisierte (siehe Abbildung 33). Gestützt wurden diese Entwicklungen durch den deutlichen Rückgang der Bankkreditzinsen, der seit Sommer 2014 in einer Reihe von Euro-Ländern zu beobachten ist, sowie durch Anzeichen einer Erholung des Angebots an wie auch der Nachfrage nach Bankdarlehen. Das eingetrübte Konjunkturklima und die im historischen Vergleich restriktiven Kreditrichtlinien belasten zwar nach wie vor die Kreditvergabe, doch die jüngsten Umfragen zum Kreditgeschäft der Banken bestätigen die Einschätzung, dass die beim Kreditangebot zu beobachtenden Spannungen allmählich nachlassen, und deuten auf eine Belebung der Kreditnachfrage hin. Aus der Umfrage vom Januar 2015 geht beispielsweise hervor, dass ein verstärkter Wettbewerb zwischen Banken im Schlussquartal 2014 zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien beitrug; zugleich wurde eine regere

**Abbildung 32 MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Euro-Ländern**

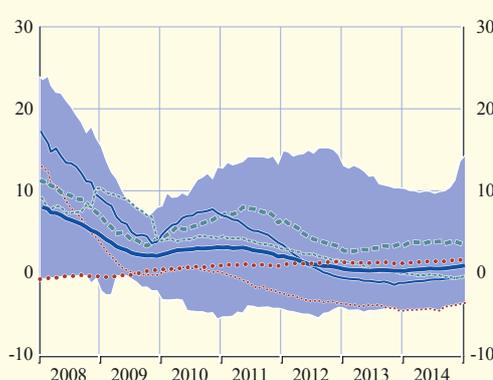
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die Veränderungen für den Zeitraum ab Januar 2009 sind um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt.

**Abbildung 33 MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Euro-Ländern**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die Veränderungen für den Zeitraum ab Januar 2009 sind um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt.

Kreditnachfrage der Unternehmen verzeichnet (siehe Abbildung 34).

**Die niedrigeren Refinanzierungskosten der Banken wirken allmählich auf die Bankkreditzinsen durch.** Die Fremdfinanzierungskosten der Banken sind in sämtlichen Ländern des Eurogebiets seit der zweiten Jahreshälfte 2012 kontinuierlich gesunken. Diese positive Entwicklung ist eine Folge der konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, die die EZB zur Lockerung ihres geldpolitischen Kurses ergriffen hat. Die Banken haben die günstigeren Finanzierungskosten nur zögerlich in Form von Zinssenkungen an ihre Kreditnehmer weitergegeben. Im zweiten Halbjahr 2014 waren diesbezüglich jedoch deutliche Fortschritte zu verzeichnen: So sanken die zusammengesetzten Kreditkosten der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum insgesamt um rund 40 Basispunkte (siehe Abbildung 35 und 36).

**Abbildung 34 Ursachen für Verschärfungen der Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Nettokreditnachfrage**

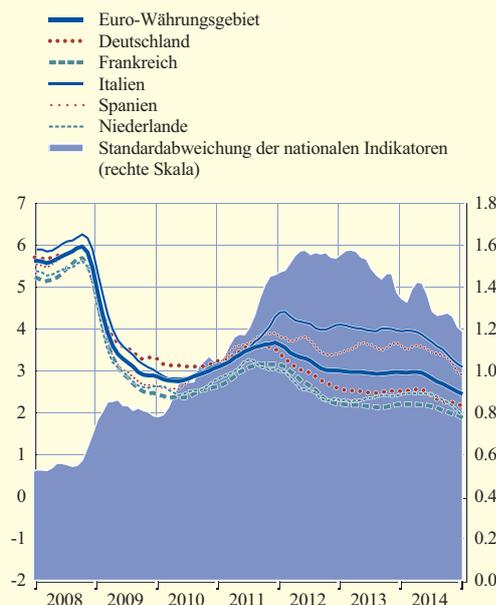
(durchschnittlicher Nettosaldo je Kategorie)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Risikoeinschätzung als ungewichteter Durchschnitt von „Konjunkturaussichten allgemein“ und „Aussichten für den Wohnungsmarkt“. Wettbewerbssituation als ungewichteter Durchschnitt von „Konkurrenz durch andere Banken“ und „Konkurrenz durch Nichtbanken“.

**Abbildung 35 Zusammengesetzter Indikator der Kreditkosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

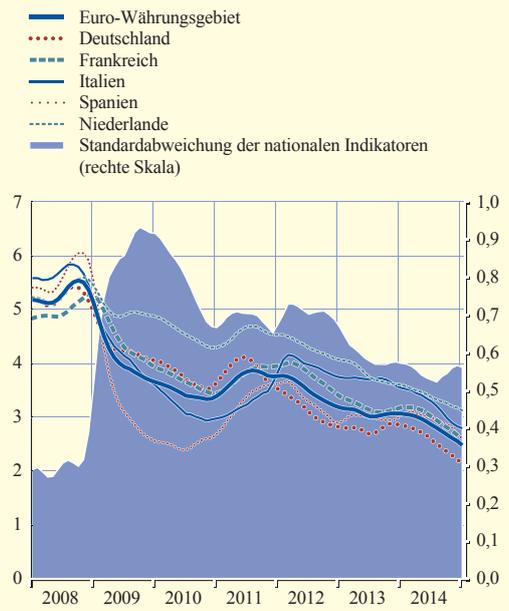
(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet.

**Abbildung 36 Zusammengesetzter Indikator der Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte**

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet.

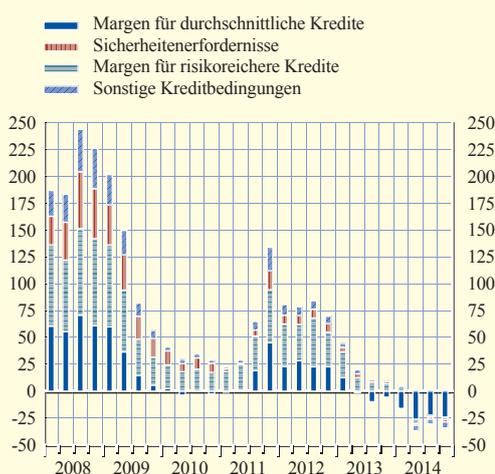
### Das Gesamtwachstum der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet zog Ende 2014 leicht an.

Die Daten zur Wertpapieremission im Dezember 2014 bestätigen die vorausgehenden Daten und untermauern somit die Einschätzung, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wieder vermehrt Schuldverschreibungen sowie Aktien und Investmentfondsanteile begeben, nachdem im dritten Quartal nur eine schwache Emissionstätigkeit verzeichnet wurde. Zusätzlich gestützt wurde die Erholung der Außenfinanzierung der Unternehmen durch eine geringere Kontraktion der Bankkredite. Die nominalen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften über Nichtbanken sanken im Januar und Februar 2015 weiter, da sich die marktbasierende Fremdfinanzierung wie auch die Eigenkapital-emission verbilligte, was wiederum in erster Linie mit dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten in Zusammenhang stand (siehe Abschnitt 2).

**Die Differenzen zwischen den Kreditzinsen in den einzelnen Euro-Ländern verringern sich allmählich.** Das im Juni 2014 beschlossene Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe scheint zu einer Annäherung der Kreditkosten in den verschiedenen Euro-Ländern beigetragen zu haben. So sind die Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den Euro-Ländern, die gegenwärtig mit einer schwachen Kreditgewährung in diesem Segment zu kämpfen haben, besonders stark zurückgegangen. Die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom Januar 2015 deutet überdies auf eine weitere Lockerung der Bedingungen für neue Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen hin, hauptsächlich in Form einer erneuten Verengung der Margen für durchschnittliche Kredite (siehe Abbildung 37). Trotz einiger sehr ermutigender angebotsseitiger Entwicklungen in der Gesamtbetrachtung für den Euroraum weisen die Kreditrichtlinien weiterhin eine erkennbare nationale und sektorale Heterogenität auf.

Abbildung 37 Veränderung der Bedingungen für Buchkredite und Kreditlinien an Unternehmen

(Nettosaldo der Banken, die einen Beitrag zu einer Verschärfung der Kreditbedingungen meldeten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Sonstige Kreditbedingungen als ungewichteter Durchschnitt von „Kreditnebenkosten“, „Höhe des Kredits bzw. der Kreditlinie“, „Zusatz- und Nebenvereinbarungen“ und „Fristigkeit“.

## 6 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

Die Haushaltskonsolidierung wird den Erwartungen zufolge fortgesetzt. Um die Schuldenquote nachhaltig zu senken, bedarf es jedoch weiterer struktureller Anpassungen. Des Weiteren ist es zur Stärkung des Vertrauens in das finanzpolitische Regelwerk der EU entscheidend, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt vollständig und konsequent umgesetzt wird. Es besteht allerdings die Gefahr, dass die Schuldenregel vernachlässigt wird.

**Das gesamtstaatliche Defizit im Eurogebiet wird den Erwartungen zufolge weiter zurückgehen.** Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015 wird sich die öffentliche Defizitquote kontinuierlich von 2,6 % im Jahr 2014 auf 1,5 % im Jahr 2017 verringern (siehe Tabelle 1). 2014 war die Haushaltskonsolidierung hauptsächlich auf eine verbesserte Konjunkturlage im Euroraum zurückzuführen, da infolge des gestiegenen privaten Verbrauchs insbesondere aus indirekten Steuern höhere Einnahmen erzielt wurden. Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass sich die konjunkturelle Erholung fortsetzt, was zu einem weiteren Abbau des Haushaltsdefizits beitragen dürfte. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2014 haben sich die Haushaltsaussichten leicht verbessert, was unter anderem den niedrigeren Zinsausgaben zu verdanken ist.

**Die öffentliche Schuldenquote des Eurogebiets erreichte den Projektionen zufolge 2014 einen Höchststand.** Gemäß den Projektionen vom März 2015 stieg die Schuldenquote auf Ebene des Euroraums im Jahr 2014 auf 91,7 %. Ausschlaggebend hierfür waren ein ungünstiges Zins-Wachstums-Differenzial und der schuldensteigernde Einfluss der „Deficit-Debt-Adjustments“, die sich größtenteils aus den Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor ergaben. Die Schuldenquote wird den Erwartungen zufolge ab 2015 sinken und Ende 2017 bei 87,9 % liegen. Dieser im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember etwas stärkere Rückgang resultiert in erster Linie aus einer Verbesserung der Primärsalden, einer Zunahme des Wirtschaftswachstums und niedrigen Zinssätzen.

**Der finanzpolitische Kurs dürfte weitgehend neutral sein.** Nach mehreren Jahren einer beträchtlichen Straffung der Finanzpolitik war die strukturelle Anpassung 2014 lediglich moderat. Den Projektionen zufolge werden sich weitere Fortschritte bis 2017 nur in begrenztem Umfang zeigen. Um die Schuldenquote nachhaltig zu senken, sind in den kommenden Jahren weitere Konsolidierungsschritte erforderlich. So müssen einige Euro-Länder zusätzliche strukturelle

**Tabelle 1 Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet**

(in % des BIP)						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Einnahmen insgesamt	45,8	46,5	46,6	46,5	46,2	46,0
b. Ausgaben insgesamt	49,4	49,3	49,2	48,7	48,1	47,5
Darunter:						
c. Zinsausgaben	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
d. Primärausgaben (b - c)	46,4	46,6	46,5	46,2	45,7	45,2
Finanzierungssaldo (a - b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5
Primärsaldo (a - d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-3,4	-2,2	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7
Struktureller Finanzierungssaldo	-3,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
Bruttoverschuldung	88,7	90,6	91,7	91,4	89,8	87,9
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,9	2,1

Quellen: Eurostat und von Experten der EZB erstellte, gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2015. Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat (einschließlich der Daten für Litauen vor 2015). Die Angaben entsprechen den Daten, die in den Projektionen der EZB vom 5. März 2015 ausgewiesen sind. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Maßnahmen ergreifen, um die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) zu gewährleisten. Die Europäische Kommission stellte in ihrer Mitteilung vom November 2014 fest, dass sieben Länder Gefahr laufen, mit den von ihnen vorgelegten Übersichten über die Haushaltsplanung gegen die Vorgaben des SWP zu verstoßen. In Bezug auf Belgien, Frankreich und Italien veröffentlichte die Kommission am 27. Februar 2015 detaillierte Folgebewertungen zur Umsetzung des SWP (siehe hierzu Kasten 7).



# KÄSTEN



## Kasten I

### BEURTEILUNG DER INFLATIONSENTWICKLUNG IN DEN VEREINIGTEN STAATEN MITHILFE DER PHILLIPS-KURVE

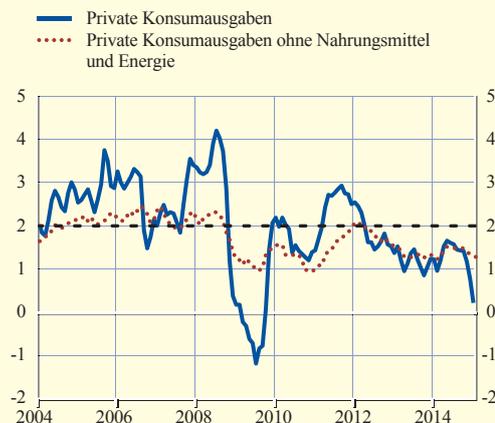
**Der jüngste Inflationsrückgang ist ein verbreitetes Phänomen in allen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, unabhängig davon, in welcher Phase des Konjunkturzyklus sie sich befinden.** In den Vereinigten Staaten waren die letzten beiden Jahre trotz des anhaltend robusten Wirtschaftsaufschwungs von niedrigen Teuerungsraten geprägt. Die Gesamtinflation wie auch die ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnete Teuerung liegen seit 2012 bei durchschnittlich 1,4 % bzw. 1,5 %. Die Preise haben also kaum auf die zunehmend kräftige Erholung am Arbeitsmarkt und das allgemein höhere Wirtschaftswachstum reagiert. Im vorliegenden Kasten wird der empirische Zusammenhang zwischen der Inflation und der Unterauslastung am Arbeitsmarkt gemessen, der in der Phillips-Kurve beschrieben wird. Zudem wird die Rolle anderer Faktoren, die den Inflationsausblick der USA maßgeblich bestimmen, untersucht.

**Die am Deflator der privaten Konsumausgaben gemessene Teuerung in den Vereinigten Staaten lag in den letzten zehn Jahren bei durchschnittlich 1,9 % und entsprach damit weitgehend dem längerfristigen Inflationsziel des Offenmarktausschusses der Federal Reserve.** Allerdings waren erhebliche Schwankungen um diesen Durchschnittswert zu beobachten, die zum Teil mit der Entwicklung der Nahrungsmittel- und der Energiepreise zusammenhingen. So stieg die jährliche Inflationsrate Mitte 2008 auf über 4 % und sank Anfang 2009, als es bedingt durch die globale Wirtschaftskrise zu einem starken Ölpreiseinbruch kam, in den negativen Bereich (siehe Abbildung A). Ohne Nahrungsmittel und Energie entwickelte sich die an den privaten Konsumausgaben gemessene Teuerung in den letzten zehn Jahren generell stabiler und war während der jüngsten Rezession nur leicht rückläufig.

**Die traditionelle Phillips-Kurve lässt eine inverse Beziehung zwischen der Inflation und dem Grad der Unterauslastung bzw. den Kapazitätsreserven einer Volkswirtschaft vermuten.** Um der Bedeutung von Erwartungen Rechnung zu tragen, fließen häufig auch umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen oder zeitverzögerte Teuerungsraten (zur Abbildung adaptiver Erwartungen oder der Inflationspersistenz) in die Betrachtung mit ein. In erweiterten Phillips-Kurven wird die Beziehung um zusätzliche Variablen wie Wechselkurse und Rohstoff- oder Importpreise ergänzt, damit für offene Volkswirtschaften typische Aspekte und die Angebotsseite einer Volkswirtschaft erfasst werden können.<sup>1</sup>

Abbildung A Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Bureau of Labor Statistics und Bureau of Economic Analysis.  
Anmerkung: Die gestrichelte waagerechte Linie stellt das längerfristige Inflationsziel des Offenmarktausschusses der Federal Reserve dar.

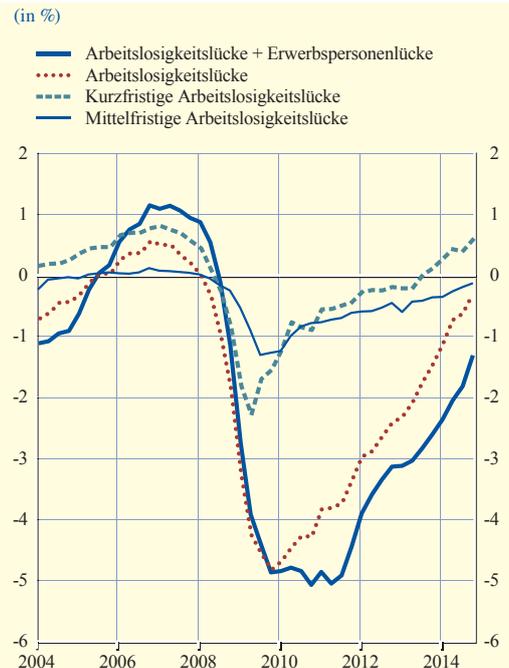
<sup>1</sup> Mitunter wird die Phillips-Kurve auch um Produktivitätskennzahlen erweitert. Siehe hierzu das Dreiecksmodell in: R. Gordon, The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery, Working Paper Series des NBER, Nr. 19390, 2013.

**Da die Beurteilung des Grads der Unterauslastung einer Volkswirtschaft mit erheblicher Unsicherheit einhergeht, ist es üblich, eine Auswahl verschiedener Indikatoren zu verwenden.<sup>2</sup>**

In Abbildung B werden vier Messgrößen verwendet: a) die Arbeitslosigkeitslücke, definiert als Differenz zwischen der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) und der tatsächlichen Arbeitslosenquote, b) die kurzfristige Arbeitslosigkeitslücke, d. h. die Differenz zwischen dem langfristigen Durchschnitt der Arbeitslosenquote für Arbeitslosigkeit von bis zu 26 Wochen Dauer und den Ist-Werten der Datenreihe, c) die mittelfristige Arbeitslosigkeitslücke, also die Differenz zwischen dem langfristigen Durchschnitt der Arbeitslosenquote für Arbeitslosigkeit von 27 bis 51 Wochen Dauer und den Ist-Werten dieser Datenreihe sowie d) die Summe aus Arbeitslosigkeitslücke und Erwerbspersonenlücke, wobei Letztere dem Unterschied zwischen der strukturellen und der tatsächlichen Erwerbsbeteiligung entspricht.<sup>3</sup> Bei Betrachtung der kurzfristigen Arbeitslosigkeitslücke ist festzustellen, dass die Unterauslastung am Arbeitsmarkt bereits im dritten Quartal 2013 überwunden war. Zieht man allerdings die Standard- oder die mittelfristige Arbeitslosigkeitslücke heran, so hielt die Unterauslastung im Großen und Ganzen bis Ende 2014 an. Demgegenüber zeigt der Kurvenverlauf des aus Erwerbsbeteiligung und Arbeitslosenquote zusammengesetzten Indikators, dass der US-Arbeitsmarkt auch Ende 2014 noch über ausgeprägte Kapazitätsreserven verfügte.

**Phillips-Kurven werden in der Regel zur Analyse und Beschreibung der Inflationsentwicklung in den USA verwendet.** Wengleich einige Beobachter überrascht waren, dass die Teuerung in den USA während des jüngsten Abschwungs – angesichts der Schwere und Dauer der dortigen Rezession – nicht stärker zurückging (diese Entwicklung wird häufig als Rätsel der ausbleibenden Deflation bezeichnet),<sup>4</sup> lässt sich die Inflationsdynamik ab 2008 mit den geschätzten Phillips-Kurven-Modellen – erweitert um die vier alternativen Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt sowie um die zeitverzögerte Inflation und die Importpreise – relativ gut abbilden. Abbildung C zeigt

**Abbildung B Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt**



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die NAIRU und die potenzielle Erwerbsbeteiligung basieren auf von der EZB interpolierten jährlichen Schätzungen des Congressional Budget Office.

2 Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann der Grad der Unterauslastung am US-Arbeitsmarkt nur mit hoher Unsicherheit beurteilt werden, was zum Teil mit dem deutlichen Rückgang der Erwerbsbeteiligung zusammenhängt; dabei gibt es recht unterschiedliche Ansichten über die Bedeutung der hier wirkenden zyklischen und strukturellen Faktoren. Siehe EZB, Ist die Arbeitslosenquote eine solide Messgröße der Arbeitsmarktentwicklung in den Vereinigten Staaten?, Kasten 1, Monatsbericht April 2014.

3 Ausschlaggebend für die tatsächliche Entwicklung der Erwerbsbeteiligung sind sowohl längerfristige (strukturelle) Faktoren – vor allem demografische Prozesse – als auch konjunkturbedingte Veränderungen, z. B. entmutigte Arbeitnehmer, die angesichts ungünstiger Wirtschaftsaussichten zeitweise aus dem Kreis der Erwerbspersonen ausscheiden. Siehe hierzu auch Congressional Budget Office, Slack in the labor market in 2014, 2. September 2014.

4 Siehe beispielsweise L. Ball und S. Mazumder, Inflation Dynamics and the Great Recession, Brookings Papers on Economic Activity, Frühjahr 2011.

**Abbildung C Out-of-sample-Prognosen der an den privaten Konsumausgaben gemessenen Teuerung**

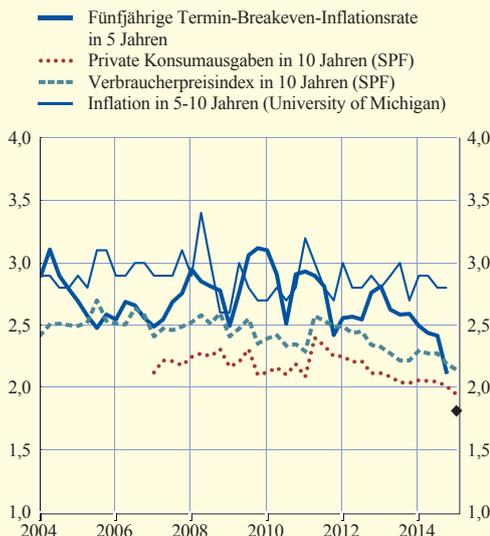
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Dynamische Out-of-sample-Prognosen für den Zeitraum vom ersten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2014. Die Prognosespanne ergibt sich aus vier verschiedenen Phillips-Kurven-Modellen, die um die Importpreise sowie um jeweils eine Messgröße der Unterauslastung – Arbeitslosigkeitslücke, kurzfristige Arbeitslosigkeitslücke, mittelfristige Arbeitslosigkeitslücke bzw. aus Arbeitslosigkeitslücke und Erwerbspersonenlücke zusammengesetzte Messgröße – erweitert wurden.

**Abbildung D Langfristige Messgrößen der Inflationserwartungen**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Federal Reserve Board, University of Michigan, Survey of Professional Forecasters (SPF) und Bloomberg.  
Anmerkung: Die Breakeven-Inflationsrate bezieht sich auf die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflation. Die Inflationserwartungen des SPF betreffen die anhand der privaten Konsumausgaben oder der Verbraucherpreise gemessene Inflation in zehn Jahren. Die von der University of Michigan ermittelten Inflationserwartungen sind nicht auf einen bestimmten Preisindex bezogen. Die marktbasierten Inflationserwartungen für das erste Quartal 2015 wurden aus dem Durchschnitt der Tageswerte bis zum 25. Februar 2015 errechnet.

Modellprognosen für die an den privaten Konsumausgaben gemessene Teuerung, die an die Ist-Daten zur Arbeitsmarktunterauslastung und zu den Importpreisen gekoppelt sind. Die Inflationsprognosen lagen während der Rezession in den USA über den tatsächlichen Teuerungsraten. Hauptursache hierfür war der Anstieg der Import- und der Ölpreise bis zum Sommer 2008. Ab Ende 2009 folgte die Inflation dagegen weitgehend der in den Modellen vorhergesagten Entwicklung, wobei sie sich am unteren Ende der Prognosebandbreite bewegte.<sup>5</sup> Dass sie in der Abschwungphase nicht weiter zurückgegangen ist, hängt vermutlich mit der Inflationspersistenz und den gestiegenen Importpreisen zusammen. Beide Faktoren glichen die starke Zunahme der Unterauslastung am Arbeitsmarkt aus. Weitere Gründe, die in der Fachliteratur für die im Vergleich zur Vergangenheit geringere Reagibilität der Teuerungsraten auf die wirtschaftliche Unterauslastung genannt werden, sind die gestiegene Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, die im Zeitablauf zu stärker verankerten Inflationserwartungen geführt hat, sowie Abwärtsrigiditäten bei den Nominallöhnen.

**Mit Blick auf die Zukunft wird sich der Inflationsdruck in den USA wahrscheinlich nur allmählich verstärken, da der von der anhaltenden Konjunkturerholung ausgehende**

<sup>5</sup> Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Unterauslastung am Arbeitsmarkt während der aktuellen Erholung möglicherweise größer war, als aus einigen der zugrunde liegenden Indikatoren hervorgeht. So wird die allgemeine Verbesserung am Arbeitsmarkt nach Auffassung der Vorsitzenden des Federal Reserve Board, Janet Yellen, durch den Rückgang der Arbeitslosenquote leicht überzeichnet (siehe J. Yellen, Labor Market Dynamics and Monetary Policy, Rede anlässlich des Economic Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22. August 2014).

**Aufwärtsdruck auf kurze Sicht zum Teil durch die Entwicklung des Ölpreises und der Wechselkurse ausgeglichen wird.**

Vor dem Hintergrund des steigenden Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten (siehe Abschnitt 1) hat sich die Erholung am Arbeitsmarkt in letzter Zeit kontinuierlich beschleunigt. Es ist davon auszugehen, dass dies mit der Zeit zu einem allmählich zunehmenden Preis- und Lohndruck führen wird. Andere Inflationsfaktoren dürften dieser Entwicklung jedoch entgegenwirken. Zunächst wird sich der seit Sommer 2014 anhaltende Ölpreisverfall wohl kurzfristig in einer deutlich niedrigeren Gesamtinflation niederschlagen, wobei noch im ersten Halbjahr 2015 mit negativen jährlichen Teuerungsraten zu rechnen ist. Verstärkt wird dieser Effekt durch die jüngste Aufwertung des US-Dollar und den daraus erwachsenden Abwärtsdruck auf die Importpreise. Über einen mittelfristigen Zeitraum betrachtet dürften diese beiden Faktoren allerdings immer weniger zum Tragen kommen. Langfristig sollten die Inflationserwartungen ihre Ankerfunktion erfüllen. Die marktbasieren fünfjährigen Inflationserwartungen in fünf Jahren sind seit Mitte 2014 deutlich gesunken (siehe Abbildung D), was zum Teil dem Rückgang der Inflationsrisikoprämien geschuldet sein könnte. Die aus Umfragen gewonnenen Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen sind indes stabiler und passen in das Bild einer allmählich wieder zunehmenden Teuerung, die sich dem längerfristigen Inflationsziel des Federal Reserve System annähert.

## Kasten 2

**LIQUIDITÄTSBEDINGUNGEN UND GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE IN DER ZEIT VOM  
12. NOVEMBER 2014 BIS ZUM 27. JANUAR 2015**

**Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der elften und zwölften Mindestreserve-Erfüllungsperiode des vergangenen Jahres erörtert, die am 9. Dezember 2014 und am 27. Januar 2015 endeten.** Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen im Betrachtungszeitraum unverändert bei 0,05 %, 0,30 % bzw. -0,20 %.<sup>1</sup> Am 11. Dezember 2014 wurde das zweite gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft (GLRG) durchgeführt, bei dem 129,8 Mrd € zugeteilt wurden (nach 82,6 Mrd € beim ersten GLRG).<sup>2,3</sup> Zusätzlich zum neuen Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) wurden Ende November 2014 auch erstmals im Rahmen des neuen Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) entsprechende Papiere erworben.

**Liquiditätsbedarf**

**Im Berichtszeitraum stieg der aggregierte tägliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (13. August bis 11. November 2014) um 26 Mrd €** auf durchschnittlich 605,7 Mrd €. Diese Zunahme hing mit höheren autonomen Faktoren zusammen, die sich im Schnitt auf 499,4 Mrd € beliefen.

**Der Anstieg der autonomen Faktoren ergab sich aus einem Zusammenspiel der Entwicklungen bei den einzelnen Komponenten.** Was die liquiditätsabsorbierenden Faktoren betrifft, so erhöhte sich der Banknotenumlauf um durchschnittlich 24 Mrd €. Die Entwicklung entsprach dem üblichen Verlauf zum Jahresende. So kam es im Zeitraum vom 12. November 2014 bis zum 2. Januar 2015 zu einer Zunahme um 41 Mrd €, auf die dann bis zum Ende der zwölften Mindestreserve-Erfüllungsperiode ein Rückgang folgte. Unterdessen sanken die Einlagen öffentlicher Haushalte weiter auf im Schnitt 66 Mrd €, verglichen mit 72 Mrd € in der vorherigen Erfüllungsperiode, die im Dezember 2014 endete. Dieser Rückgang hing teilweise mit den zunehmenden Bemühungen der nationalen Schatzämter zusammen, ihre überschüssige Liquidität am Markt anzulegen.

**Was die liquiditätszuführenden Faktoren angeht, so verringerten sich die Nettoforderungen in Euro um durchschnittlich 7 Mrd € auf 526 Mrd €.** Diese Abnahme war unter anderem darauf zurückzuführen, dass ausländische öffentliche Institutionen mehr Euro-Einlagen beim Eurosystem hielten. Damit wurde der im vorangegangenen Berichtszeitraum beobachtete

1 Die HRGs wurden weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Gleiches galt auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit einer Laufzeit von drei Monaten, deren Zinssätze dem durchschnittlichen Zinssatz der während ihrer Laufzeit durchgeführten HRGs entsprachen.

2 Für Einzelheiten zum ersten GLRG siehe EZB, Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 13. August bis zum 11. November 2014, Kasten 2, Monatsbericht Dezember 2014 (abrufbar unter: [www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Monatsberichte/2014/2014\\_12\\_ezb\\_mb.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2014/2014_12_ezb_mb.pdf?__blob=publicationFile)).

3 Bei den ersten beiden GLRGs, die im September und Dezember 2014 getätigt wurden, betrug die Obergrenze für die anfängliche Kreditaufnahme der Geschäftspartner 7 % des Gesamtbetrags ihrer am 30. April 2014 ausstehenden Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte). Alle GLRGs werden als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt, und der Zinssatz ist für die Laufzeit des jeweiligen Geschäfts fixiert. Bei den ersten beiden GLRGs entsprach der Zinssatz dem zum Zeitpunkt der Inanspruchnahme geltenden Zinssatz für die HRGs zuzüglich eines festen Aufschlags von 10 Basispunkten.

Trend wieder umgekehrt, als einige dieser Institutionen versucht hatten, ihren Bargeldbestand beim Eurosystem zu verringern, um die Anwendung eines Negativzinssatzes zu vermeiden.

**Die Volatilität der autonomen Faktoren nahm im Referenzzeitraum spürbar zu**, wodurch der in der vorherigen Periode verzeichnete Rückgang wieder kompensiert wurde. Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren in erster Linie stärkere Schwankungen bei den Nettoforderungen in Euro sowie die Banknotennachfrage, die dem üblichen Verlauf am Jahresende folgte. Die Volatilität der Einlagen öffentlicher Haushalte war zwar nach wie vor hoch, bewegte sich aber weiter in den Größenordnungen, die seit der Leitzinssenkung vom September 2014 zu beobachten sind.

**Die wöchentlichen Schätzungen der autonomen Faktoren wiesen im Berichtszeitraum eine deutliche Zunahme des durchschnittlichen absoluten Fehlers auf**, und zwar von 4,8 Mrd € auf 8,7 Mrd €. Dies hing vor allem mit Prognosefehlern bei den Einlagen öffentlicher Haushalte zusammen. Vor dem Hintergrund der zunehmend negativen kurzfristigen Geldmarktzinsen und einer volatilen Überschussliquidität ist es nach wie vor schwierig, die Anlageaktivitäten der Schatzämter vorherzusehen.

#### **Liquiditätsbereitstellung**

**Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 61 Mrd € auf 759 Mrd €**. Ursächlich hierfür waren sowohl eine gestiegene Mittelaufnahme im Rahmen von Tenderoperationen (mit einem Plus von 44 Mrd €) als auch eine Zunahme bei den Wertpapierportfolios (um 17,4 Mrd €).

**Über Tendergeschäfte wurden im Schnitt 546,5 Mrd € zugeteilt, verglichen mit 502,7 Mrd € im vorangegangenen Beobachtungszeitraum**. Der aus den vorzeitigen Rückzahlungen der dreijährigen LRGs resultierende Liquiditätsrückgang (insgesamt 111,7 Mrd €) wurde durch die Zuteilung von 129,8 Mrd € im Rahmen des zweiten GLRG sowie durch einen Anstieg der durchschnittlichen Mittelaufnahme über die HRGs und die LRGs mit dreimonatiger Laufzeit (um 11 Mrd € bzw. 17,6 Mrd €) mehr als ausgeglichen. Angesichts der bevorstehenden Fälligkeit der beiden dreijährigen LRGs kam es verstärkt zu vorzeitigen Rückzahlungen. So nahmen einige Geschäftspartner am 17. Dezember 2014 Tilgungen in Höhe von insgesamt 39,8 Mrd € vor, um am zweiten GLRG teilnehmen zu können, das am selben Tag zugeteilt wurde.

**Darüber hinaus erhöhte sich aufgrund der Umsetzung des CBPP3 und des ABSPP die über geldpolitische Wertpapierankäufe zugeführte Liquidität um durchschnittlich 17,4 Mrd €**. Durch die im Rahmen der beiden Programme getätigten Käufe (37,2 Mrd € bzw. 2,3 Mrd € am Ende des Berichtszeitraums) wurde der Liquiditätsrückgang, der auf die Fälligkeit einiger Anleihen im Portfolio des Programms für die Wertpapiermärkte und in den beiden vorherigen Programmen zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen zurückzuführen war, größtenteils ausgeglichen.

**Eine Betrachtung über den Berichtszeitraum hinaus zeigt, dass die Fälligkeit des ersten LRG mit dreijähriger Laufzeit am 29. Januar 2015 zu keinem signifikanten Abbau der Überschussliquidität führte**, die sich weiterhin auf über 150 Mrd € belief. Der zurückgezahlte Betrag wurde durch eine höhere Mittelaufnahme im Rahmen des dreimonatigen LRG und des HRG zum Teil kompensiert und ging mit einer vorübergehenden Abnahme bei den autonomen Faktoren einher.

## Liquiditätslage im Eurosystem

	12. November 2014 - 27. Januar 2015		13. August - 11. November		Zwölfte Erfüllungsperiode		Elfte Erfüllungsperiode	
<b>Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)</b>								
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>1 597,1</b>	<b>(+35,7)</b>	<b>1 561,4</b>	<b>1 603,6</b>	<b>(+17,9)</b>	<b>1 585,7</b>	<b>(+8,5)</b>	
Banknotenumlauf	996,2	(+23,9)	972,3	1 005,5	(+25,7)	979,8	(+6,2)	
Einlagen öffentlicher Haushalte	68,3	(-5,5)	73,8	66,3	(-5,3)	71,6	(-4,5)	
Sonstige autonome Faktoren	532,6	(+17,3)	515,3	531,7	(-2,5)	534,3	(+6,7)	
<b>Geldpolitische Instrumente</b>								
Guthaben auf Girokonten	217,8	(+21,4)	196,3	236,3	(+50,8)	185,4	(-2,8)	
Mindestreserve-Soll	106,3	(+0,9)	105,4	106,2	(-0,2)	106,5	(+0,7)	
Einlagefazilität	41,9	(+14,7)	27,1	50,2	(+23,0)	27,3	(-3,7)	
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)</b>								
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>1 098,0</b>	<b>(+10,5)</b>	<b>1 087,5</b>	<b>1 098,6</b>	<b>(+1,7)</b>	<b>1 096,9</b>	<b>(+1,4)</b>	
Nettoforderungen in Fremdwährung	572,0	(+17,4)	554,6	576,4	(+12,2)	564,3	(+2,3)	
Nettoforderungen in Euro	526,0	(-7,0)	532,9	522,2	(-10,4)	532,6	(-0,8)	
<b>Geldpolitische Instrumente</b>								
Offenmarktgeschäfte	758,6	(+61,2)	697,4	791,3	(+89,8)	701,5	(+0,4)	
Liquiditätsbereitstellung über								
Tendergeschäfte	546,5	(+43,8)	502,7	573,4	(+73,9)	499,5	(-8,2)	
HRGs	113,3	(+11,0)	102,3	119,0	(+15,7)	103,3	(+8,1)	
LRGs mit Sonderlaufzeit	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Dreimonatige LRGs	43,4	(+17,6)	25,8	49,0	(+15,5)	33,5	(+7,3)	
Dreijährige LRGs	236,4	(-93,7)	330,1	211,5	(-68,5)	280,0	(-23,6)	
Gezielte LRGs	153,4	(+108,9)	44,5	193,9	(+111,3)	82,6	(+0,0)	
Liquiditätsbereitstellung über								
Outright-Geschäfte	212,1	(+17,4)	194,7	217,9	(+15,9)	202,0	(+8,6)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	29,0	(-2,9)	31,9	28,8	(-0,7)	29,5	(-1,4)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 2 (CBPP2)	12,8	(-0,8)	13,6	12,8	(-0,1)	12,9	(-0,4)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 3 (CBPP3)	25,0	(+23,9)	1,1	30,5	(+15,2)	15,3	(+12,5)	
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	144,1	(-4,0)	148,1	144,1	(+0,1)	144,0	(-2,3)	
Programm zum Ankauf von Asset- Backed Securities (ABSPP)	1,2	(+1,2)	0,0	1,7	(+1,5)	0,2	(+0,2)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,4	(+0,2)	0,2	0,5	(+0,3)	0,2	(-0,0)	
<b>Sonstige Angaben zur Liquiditätslage (Durchschnittswerte; in Mrd €)</b>								
Aggregierter Liquiditätsbedarf	605,7	(+26,1)	579,6	611,6	(+16,1)	595,4	(+7,7)	
Autonome Faktoren	499,4	(+25,3)	474,1	505,3	(+16,3)	489,0	(+7,0)	
Überschussliquidität	153,0	(+35,1)	117,8	179,8	(+73,7)	106,0	(-7,2)	
Rückzahlungen aus dreijährigen LRGs <sup>1)</sup>	111,7	(+36,5)	75,2	88,9	(+66,1)	22,8	(-0,7)	
<b>Zinsentwicklung (in %)</b>								
HRGs	0,05	(-0,03)	0,08	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,30	(-0,03)	0,33	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Einlagefazilität	-0,20	(-0,03)	-0,17	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
EONIA (Durchschnitt)	-0,031	(-0,033)	0,002	-0,047	(-0,044)	-0,003	(+0,000)	

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die in der Tabelle ausgewiesenen Zahlen sind gerundet. Daher stimmen die ausgewiesenen Veränderungen gegenüber der Vorperiode nicht immer mit der Differenz der beiden für den jeweiligen Zeitraum ausgewiesenen Zahlen überein; eine Abweichung um 0,1 Mrd € ist möglich.

1) Die Rückzahlungen aus den dreijährigen LRGs werden als Summe in Mrd € statt als Durchschnittswert ausgewiesen.

## Überschussliquidität

**Die Überschussliquidität stieg um 35,1 Mrd € und betrug im betrachteten Zeitraum durchschnittlich 153 Mrd €, wobei deutliche Unterschiede zwischen beiden Mindestreserve-Erfüllungsperioden bestanden.** In der elften Erfüllungsperiode sank die Überschussliquidität leicht auf im Schnitt 105,1 Mrd € und damit auf den niedrigsten Stand seit der Abwicklung des ersten Dreijahrestenders Ende 2011. In der zwölften Mindestreserve-Erfüllungsperiode hingegen legte die Überschussliquidität spürbar auf durchschnittlich 176 Mrd € zu, was im Wesentlichen auf die Zuteilung des zweiten GLRG und auf Jahresultimoeffekte zurückzuführen war.

**Die Überschussliquidität war starken Schwankungen unterworfen.** Dies war insbesondere in der längeren zwölften Erfüllungsperiode zu beobachten, die zum ersten Mal 49 Tage umfasste.<sup>4</sup> Ausgehend von ihrem Tiefstand von 70,9 Mrd € am 24. November 2014 erhöhte sie sich auf 261,2 Mrd € am 31. Dezember 2014, bevor sie anschließend auf 126,5 Mrd € am 27. Januar 2015 sank. Ausschlaggebend hierfür waren höhere autonome Faktoren und ein relativer Rückgang der Offenmarktgeschäfte.

**Aufgrund der höheren Überschussliquidität war ein merklicher Anstieg der Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem zu verzeichnen,** die sich im Vergleich zum vorangegangenen Berichtszeitraum um 21 Mrd € auf im Schnitt 218 Mrd € erhöhten. Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität weitete sich ebenfalls erneut aus, und zwar von durchschnittlich 27,1 Mrd € auf 41,9 Mrd €. Im Berichtszeitraum nahm die relative Inanspruchnahme der Einlagefazilität auf 27 % der Überschussreserven<sup>5</sup> zu, verglichen mit durchschnittlich 23 % in der vorherigen Berichtsperiode. Die stärkere Nutzung der Einlagefazilität könnte darauf hindeuten, dass verschiedene Geschäftspartner ein gesteigertes Interesse daran haben, aus operationellen und regulatorischen Gründen Überschussreserven im Rahmen der Einlagefazilität zu halten.

## Zinsentwicklung

**In der elften und zwölften Mindestreserve-Erfüllungsperiode verzeichnete der EONIA einen Durchschnittswert von -0,3 bzw. -4,7 Basispunkten.** Der Rückgang des EONIA resultierte aus einer etwas stärkeren Weitergabe der im September 2014 erfolgten Leitzinssenkungen auf die Kurzfristzinsen. Dies könnte zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass sich die Liquiditätsversorgung allgemein verbessert hat und dass die Möglichkeit, den negativen Einlagesatz auf die Einlagenbasis durchwirken zu lassen, eine höhere Akzeptanz findet. Die Tagesgeldsätze blieben jedoch deutlich über dem Zinssatz für die Einlagefazilität von -20 Basispunkten.

<sup>4</sup> Zur Anpassung an die Termine der EZB-Ratssitzungen, die nun alle sechs Wochen stattfinden, wurde ein neuer Kalender für die Mindestreserve-Erfüllungsperioden eingeführt.

<sup>5</sup> Durchschnittliche Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen.

## Kasten 3

## JÜNGSTE VERÄNDERUNGEN DES EFFEKTIVEN WECHSELKURSES DES EURO

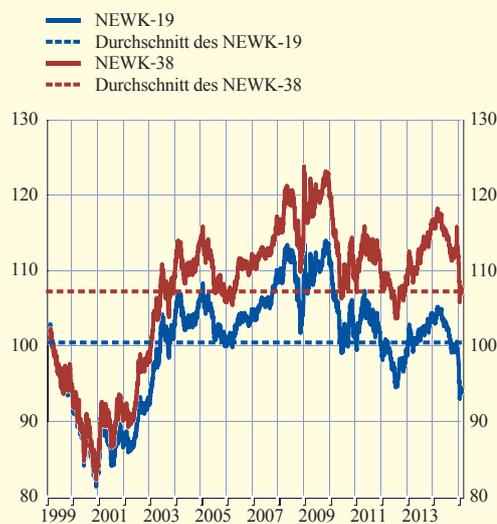
**Der nominal effektive Wechselkurs (NEWK) bildet eine hilfreiche aggregierte Messgröße der Wechselkursschwankungen, die die Volkswirtschaften über die jeweiligen Handelsbeziehungen beeinflussen; der NEWK fasst hierbei die verschiedenen bilateralen Wechselkurse gegenüber einzelnen Handelspartnern zu einem Indikator zusammen.** Für die Berechnung der beiden NEWKs, die für das Euro-Währungsgebiet die größte Relevanz besitzen, werden ein eng gefasster sowie ein breit gefasster Kreis an Handelspartnern mit 19 Ländern (NEWK-19) bzw. 38 Ländern (NEWK-38) herangezogen.<sup>1</sup>

**Der NEWK des Euro wies seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise große Ausschläge auf.** Längerfristig betrachtet sind solche starken Veränderungen aber nicht ungewöhnlich und wurden auch schon vor der Krise beobachtet (siehe Abbildung A). Vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet fiel der Euro im Sommer 2012 zeitweise auf einen Tiefstand. Mit dem wiedererstarteten Vertrauen nach der Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte durch die EZB zog die Gemeinschaftswährung erneut an und wertete bis Mai 2014 kontinuierlich auf. Veränderte Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Ausrichtung der Geldpolitik der EZB im Vergleich zu anderen großen Zentralbanken lösten dann eine Abwertungsphase des Euro aus, in der die verschiedenen NEWKs ebenso wie ein Großteil der bilateralen Wechselkurse des Euro auf ein Niveau nahe des längerfristigen Durchschnitts (im Fall des NEWK-38) bzw. unter diesen Durchschnitt (im Fall des NEWK-19) sanken.

**Der breit gefasste NEWK ging – bezogen auf den Nachkrisenzeitraum – von seinem Höchstwert Anfang Mai 2014 bis zu seinem Tiefstand am 23. Januar 2015 um rund 10 % zurück; in den letzten Wochen stabilisierte er sich jedoch, da es nach der Sitzung des EZB-Rats am 22. Januar 2015, auf der das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten bekanntgegeben wurde, wieder zu Kapitalzuflüssen kam** (siehe den Abschnitt „Finanzielle Entwicklungen“). Hinter der seit Mai 2014 insgesamt zu beobachtenden Abwertung verbergen sich allerdings uneinheitliche Entwicklungen der verschiedenen bilateralen Wechselkurse. Gliedert man die Veränderung nach den jeweiligen Beiträgen auf (siehe Abbildung B und C), so wird ersichtlich, dass die Abwärtsbewegung zwar durch die Mehrzahl

Abbildung A Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro (NEWK-19 und NEWK-38)

(Index: Q1 1999 = 100)



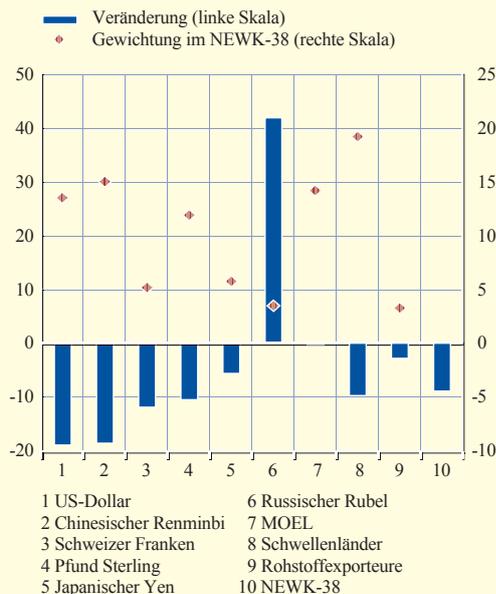
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Februar 2015. Die Bezeichnung „Durchschnitt“ bezieht sich auf den Durchschnittswert seit dem 1. Januar 1999.

<sup>1</sup> Die zugrunde liegenden Gewichtungen berücksichtigen Daten zu Ein- und Ausfuhren und spiegeln die Bedeutung der einzelnen Staaten in Bezug auf den Handel des Euroraums mit gewerblichen Erzeugnissen wider (siehe auch M. Schmitz et al., Revisiting the effective exchange rates of the euro, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 134, Juni 2012).

**Abbildung B Entwicklung ausgewählter Euro-Wechselkurse und entsprechende Gewichtungen im NEWK-38**

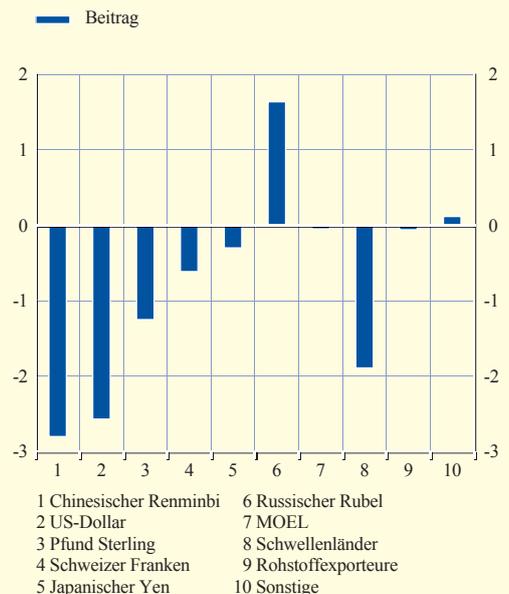
(Veränderung in %; in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die „MOEL“ beinhalten den bulgarischen Lew, die tschechische Krone, die kroatische Kuna, den ungarischen Forint, den polnischen Zloty und den rumänischen Leu; „Rohstoffexporteure“ umfassen den australischen Dollar, den kanadischen Dollar, die norwegische Krone und den Neuseeland-Dollar; unter „Schwellenländer“ fallen der Hongkong-Dollar, der Singapur-Dollar, der koreanische Won, die indonesische Rupiah, die indische Rupie, der malaysische Ringgit, der philippinische Peso, der Taiwan-Dollar, der thailändische Baht, der argentinische Peso, der brasilianische Real, der mexikanische Peso, der südafrikanische Rand und die türkische Lira. Zugrunde gelegt wird der Zeitraum vom 6. Mai 2014 bis zum 20. Februar 2015.

**Abbildung C Beitrag zur Veränderung des NEWK-38 nach Währung**

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die „MOEL“ beinhalten den bulgarischen Lew, die tschechische Krone, die kroatische Kuna, den ungarischen Forint, den polnischen Zloty und den rumänischen Leu; „Rohstoffexporteure“ umfassen den australischen Dollar, den kanadischen Dollar, die norwegische Krone und den Neuseeland-Dollar; unter „Schwellenländer“ fallen der Hongkong-Dollar, der Singapur-Dollar, der koreanische Won, die indonesische Rupiah, die indische Rupie, der malaysische Ringgit, der philippinische Peso, der Taiwan-Dollar, der thailändische Baht, der argentinische Peso, der brasilianische Real, der mexikanische Peso, der südafrikanische Rand und die türkische Lira; „Sonstige“ beinhalten die dänische Krone, die schwedische Krone, den algerischen Dinar, den chilenischen Peso, die isländische Krone, den israelischen Schekel, den marokkanischen Dirham und den venezolanischen Bolívar. Zugrunde gelegt wird der Zeitraum vom 6. Mai 2014 bis zum 20. Februar 2015.

der Währungen bedingt war, sich das Ausmaß, die Persistenz und der zeitliche Ablauf der bilateralen Entwicklungen aber deutlich voneinander unterschieden.

**Aus den Entwicklungen der bilateralen Wechselkurse im Zeitraum von Mai 2014 bis Ende Februar 2015 lässt sich ablesen, dass die Hälfte des Rückgangs des NEWK-38-Index dem US-Dollar sowie dem chinesischen Renminbi zuzuschreiben war.** Die US-amerikanische Währung wurde dabei durch die Einschätzung gestützt, dass der geldpolitische Kurs im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten weiter divergieren dürfte; sie profitierte aber auch von der Unsicherheit an den Märkten im Zusammenhang mit den rückläufigen Rohstoffpreisen und den erhöhten geopolitischen Spannungen (siehe Abbildung C). So verbuchte der US-Dollar im Verhältnis zum Euro Kursgewinne von etwa 20 %. Der chinesische Renminbi gewann in ähnlichem Umfang an Wert und war für ebenfalls für ein Viertel der insgesamt beobachteten Abwertung des Euro verantwortlich. Während sich der Euro gegenüber dem Dollar und dem Renminbi kontinuierlich abschwächte, brach er gegenüber dem Schweizer Franken abrupt ein, nachdem die Schweizerische Nationalbank am 15. Januar 2015 angekündigt hatte, die Untergrenze

von 1,20 Schweizer Franken je Euro aufzuheben. Die Abwertung des Euro zum Schweizer Franken, der im NEWK-38-Index ein Gewicht von rund 5 % hat, betrug 20 % und machte damit in etwa ein Zehntel des Rückgangs des NEWK-38 aus. Am Ende des Berichtszeitraums gab der Euro auch gegenüber dem japanischen Yen nach, was unter anderem auf die nachlassende Risikobereitschaft zurückzuführen war. Im Verhältnis zum Pfund Sterling und zu den Währungen mehrerer Schwellenländer verlor der Euro rund 10 % an Wert.

**Die Einbußen des breit gefassten NEWK-Index wurden durch die Aufwertung des Euro (um etwa 40 %) in Relation zum russischen Rubel – der angesichts der Spannungen in der Ukraine erheblich unter Druck geriet – zum Teil ausgeglichen.** Auch gegenüber der schwedischen Krone zog der Euro in der Berichtsperiode an, wofür unter anderem die jüngst von der Sveriges riksbank beschlossene geldpolitische Lockerung ausschlaggebend war (siehe den Abschnitt „Finanzielle Entwicklungen“). Die dänische Krone, die am WKM II teilnimmt, verzeichnete indes einen Aufwertungsdruck zum Euro. Weil die Danmarks Nationalbank am Markt Devisen erwarb und mehrfach die Leitzinsen senkte, wurde die Krone jedoch weiterhin ganz in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses gehandelt. Gegenüber den Währungen rohstoffexportierender Länder blieb der Euro ebenfalls recht stabil, da die sinkenden Rohölpreise einen Abwärtsdruck auf diese Währungen ausübten; auch in Relation zu den Währungen der mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten zeigte sich der Euro im Großen und Ganzen unverändert.

**BESTIMMUNGSFAKTOREN DES JÜNGSTEN SPARVERHALTENS DER PRIVATEN HAUSHALTE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

**Die Sparquote (d. h. die Ersparnis in Relation zum verfügbaren Einkommen) ist ein wichtiger Indikator für das Verhalten der privaten Haushalte und wirkt sich auf die Entwicklung der realen privaten Konsumausgaben und allgemeiner auf das Wachstumstempo der Wirtschaft aus.** Generell spielt eine Vielzahl von Faktoren bei den Konsum- und Sparentscheidungen der privaten Haushalte eine Rolle. So erhöhen die Privathaushalte beispielsweise in Zeiten großer Unsicherheit in der Regel den Anteil des verfügbaren Einkommens, den sie aus Vorsichtsgründen sparen. Die Auswirkungen auf den Konsum, die sich durch negative, aber zeitlich begrenzte Schocks auf das verfügbare Einkommen ergeben, werden hingegen normalerweise durch einen Rückgang der Sparquote abgeschwächt (ein Mechanismus, der als intertemporale Konsumglättung bezeichnet wird).

**Die Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum hat sich in den letzten Jahren gegenüber ihrem historischen Durchschnittswert auf einem relativ niedrigen Niveau stabilisiert.** Ausschlaggebend hierfür waren mehrere Faktoren, die sich weitgehend gegenseitig aufgehoben haben.

**Historisch betrachtet lassen sich für das Sparverhalten der Privathaushalte im Eurogebiet verschiedene Zeiträume ausmachen, die unterschiedlich stark von den jeweils maßgeblichen Faktoren geprägt wurden.** Vor der Wirtschafts- und Finanzkrise schwankte die Sparquote zwischen 13 % und 15 %, wobei sie in den zwei Jahren vor der Krise im Großen und Ganzen stabil blieb (siehe Abbildung A).

**In der ersten Rezessionsphase und deren Folgezeit, d. h. im Zeitraum von 2008 bis 2010, stieg die Sparquote vor allem aufgrund des abnehmenden Verbrauchervertrauens vorübergehend deutlich an, bevor sie wieder sank.** Wegen der zu dieser Zeit recht hohen Unsicherheit erhöhte sich die Quote im ersten Quartal 2009 auf 14,9 %, was in erster Linie darauf zurückzuführen war, dass die privaten Haushalte aus Vorsichtsgründen vermehrt sparten. Auch die damals vorherrschende expansive Finanzpolitik könnte eine Rolle gespielt haben. Sie ermöglichte es den privaten Haushalten, das höhere real verfügbare Einkommen verstärkt zur Ersparnisbildung zu verwenden (ein Mechanismus, der als ricardianischer Effekt bezeichnet wird). Mit dem zunehmenden Verbrauchervertrauen während der Erholungsphase im Jahr 2010 ging jedoch auch die Sparquote wieder zurück.

**Seit 2011 ist die Sparquote auf ihrem relativ niedrigen Niveau weitgehend stabil geblieben, was verschiedenen kompensierenden Effekten zuzuschreiben ist, die die Entscheidungen der privaten Haushalte beeinflussen.** Einerseits ging von der schwachen Entwicklung des real verfügbaren Einkommens (über das Konsumglättungsverhalten – siehe Abbildung B), den relativ niedrigen Zinsen, die die privaten Haushalte vom Sparen abhalten, und der hohen Arbeitslosigkeit, die in einigen Ländern zwangsläufig einen Abbau der Ersparnisse zur Folge hatte, ein Abwärtsdruck auf die Sparquote aus. Andererseits übten vor allem die gestiegene Unsicherheit, die sich in einem verstärkten Vorsichtssparen niederschlug, und der erhöhte Druck zum Verschuldungsabbau der privaten Haushalte in mehreren Ländern einen Aufwärtsdruck auf die Sparquote aus. Angesichts der

**Abbildung A Sparquote der privaten Haushalte und Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet**

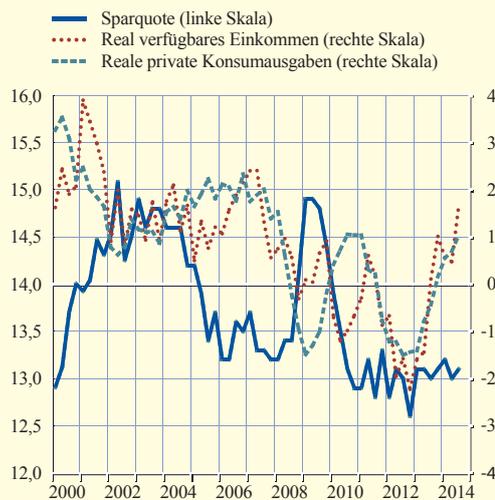
(in % des verfügbaren Einkommens; Salden in %)



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

**Abbildung B Sparquote der privaten Haushalte, real verfügbares Einkommen und reale private Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet**

(in % des verfügbaren Einkommens; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

gegenläufigen Effekte dieser Faktoren blieb die Sparquote der privaten Haushalte im historischen Vergleich insgesamt relativ stabil auf einem niedrigen Niveau von rund 13 %.

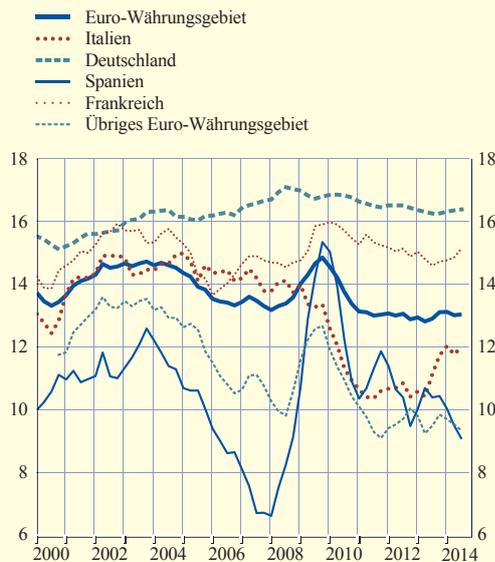
**In den einzelnen Ländern hat sich das Sparverhalten in den letzten Jahren sehr unterschiedlich entwickelt.** Der in der ersten Rezessionsphase von 2008 bis 2010 zu beobachtende buckelförmige Verlauf der Sparquote im Euro-Währungsgebiet war vor allem durch die Entwicklung in Spanien und bis zu einem gewissen Grad auch in Frankreich und den kleineren Euro-Ländern bedingt (siehe Abbildung C).<sup>1</sup> Der drastische Anstieg in Spanien war Ausdruck einer Wachstumsbeschleunigung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte im Jahr 2009 (siehe Abbildung D), wobei diese zumindest teilweise von den in diesem Zeitraum ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen getragen wurde. Während das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte in Frankreich in der ersten Phase der Rezession und im Schnitt auch in den kleineren Euro-Ländern im Jahr 2009 weiter zunahm, war es in Italien von 2008 bis 2013 durchweg rückläufig. Das seit 2011 im Euro-Währungsgebiet insgesamt stabile Sparverhalten der Privathaushalte ist auf weitgehend unveränderte Sparquoten in Deutschland, Frankreich und im Durchschnitt der kleineren Volkswirtschaften des Euroraums zurückzuführen. In Spanien verringerte sich die Sparquote hingegen weiter, während sie in Italien – nach einer Stabilisierung – seit Mitte 2013 aufgrund der Zunahme des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte stieg.

**Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte der seit Sommer 2014 zu beobachtende relativ starke Ölpreiskröckgang eine vorübergehende Erholung der Sparquote begünstigen.** Dies lässt sich aus historischen Regelmäßigkeiten ableiten, wonach ein Großteil des durch dauerhaft niedrigere Energiepreise bedingten Anstiegs des real verfügbaren Einkommens zunächst gespart wird. Nach einigen Quartalen dürfte die Sparquote jedoch wieder auf ihr Ausgangsniveau

<sup>1</sup> Zu den kleineren Euro-Ländern zählen hier alle Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets außer Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien.

**Abbildung C Sparquote der privaten Haushalte in den großen Ländern des Euro-Währungsgebiets**

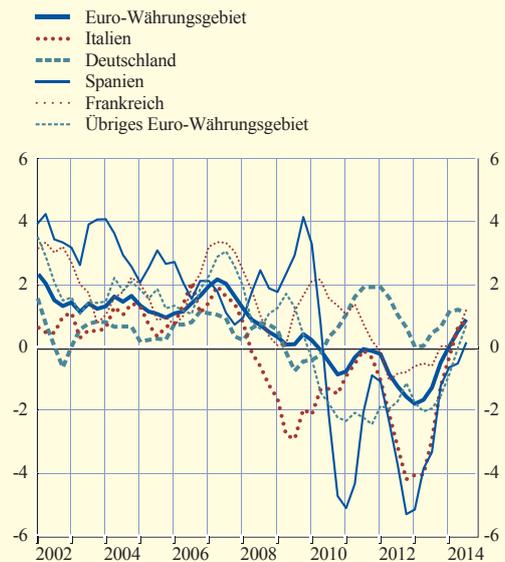
(Bruttoersparnis in % der gleitenden Vierquartalsumme des verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben für das übrige Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die (Niveau-)Unterschiede zwischen dem Euroraum-Aggregat und den Summen für die vier größten Länder, da nicht für alle Euro-Länder nationale Daten zu den vierteljährlichen Sektorkonten verfügbar sind.

**Abbildung D Entwicklung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte in den großen Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben für das übrige Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die (Niveau-)Unterschiede zwischen dem Euroraum-Aggregat und den Summen für die vier größten Länder, da nicht für alle Euro-Länder nationale Daten zu den vierteljährlichen Sektorkonten verfügbar sind.

zurückkehren. Zugleich wird der Konsum weiter zunehmen, wenn die privaten Haushalte dazu übergehen, einen größeren Teil ihres höheren real verfügbaren Einkommens für Ausgaben zu verwenden.

**Der erwartete buckelförmige Verlauf der Sparquote dürfte mit der Unsicherheit hinsichtlich der energiepreisbedingten Zunahme des real verfügbaren Einkommens zusammenhängen.**

Eine Steigerung des Realeinkommens infolge sinkender Energiepreise ist – selbst wenn sie von Dauer ist – grundsätzlich mit einer höheren Unsicherheit verbunden als ein aus anderen Quellen gespeister Zuwachs des realen Einkommens. So lässt sich der buckelförmige Verlauf der Sparquote etwa durch das Vorsichtsmotiv erklären, denn die privaten Haushalte werden tendenziell zunächst einen Teil der unerwarteten Zuwächse für Sparzwecke verwenden und abwarten, ob der Anstieg des Realeinkommens nachhaltig ist. Insgesamt deuten die verfügbaren Daten ungeachtet des zugrunde liegenden Mechanismus darauf hin, dass dauerhaft niedrigere Ölpreise die Sparquote der privaten Haushalte vorübergehend stützen sollten, während sich Einkommensgewinne in zunehmendem Maße in einem höheren Konsum niederschlagen.

## Kasten 5

**DAS VERFAHREN BEI EINEM MAKROÖKONOMISCHEN UNGLEICHGEWICHT 2015**

**Das im November 2011 eingeführte Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht ist ein Eckpfeiler des verstärkten Steuerungsrahmens der EU.** Es dient dazu, das Auftreten nachteiliger makroökonomischer Ungleichgewichte zu verhindern und bei übermäßigen Ungleichgewichten korrigierend einzugreifen. Das Verfahren gilt für alle EU-Mitgliedstaaten, sofern sie nicht ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchlaufen. Nach einer Vorabprüfung auf Basis bestimmter Indikatoren führt die Kommission eine eingehende Überprüfung ausgewählter Ländergruppen durch, um das Ausmaß der Ungleichgewichte, wie es sich anhand der Indikatoren darstellt, zu beurteilen. Stellt sie dabei in einem Mitgliedstaat tatsächlich ein Ungleichgewicht fest, richtet sie eine Empfehlung an den Rat der EU, der auf dieser Grundlage Maßnahmenempfehlungen für das betreffende Land ausspricht (präventive Komponente). Werden die Ungleichgewichte dagegen als übermäßig erachtet, sollte auf Basis einer Kommissionsempfehlung das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht eingeleitet werden (korrektive Komponente).<sup>1</sup> Das Land hat in diesem Fall einen die Zustimmung des Rates der EU erfordernden Korrekturmaßnahmenplan vorzulegen, in dem die politischen Maßnahmen zur Beseitigung der übermäßigen Ungleichgewichte aufgeführt sind. Reicht ein Mitgliedstaat des Euroraums wiederholt keinen adäquaten Korrekturmaßnahmenplan ein oder hält er sich nicht an den gebilligten Plan, kann der Rat finanzielle Sanktionen gegen das betreffende Land verhängen.

**Ergebnisse der eingehenden Überprüfung 2015**

**Als Ergebnis ihrer eingehenden Überprüfung im Jahr 2015 hat die Europäische Kommission bei fünf Ländern – Bulgarien, Frankreich, Kroatien, Italien und Portugal – ein übermäßiges makroökonomisches Ungleichgewicht festgestellt.** Die Kommission beschloss, für einige Länder eine höhere Verfahrensstufe festzusetzen; dies betrifft Deutschland (von Stufe 2 auf Stufe 3), Frankreich (von Stufe 4 auf Stufe 5) und Bulgarien (deutliche Hochstufung von Stufe 2 auf Stufe 5). Slowenien wurde indes zurückgestuft (von Stufe 5 auf Stufe 4), und die Stufe Italiens und Kroatiens blieb gegenüber 2014 unverändert. Des Weiteren unterliegen seit diesem Jahr nunmehr auch Rumänen (Stufe 2) und Portugal (Stufe 5) dem Verfahren, da sie ihr makroökonomisches Anpassungsprogramm abgeschlossen haben. 2015 hat die Europäische Kommission erstmals die aus sechs Kategorien bestehende Klassifikation der Ungleichgewichte formal angewandt, wenngleich diese implizit bereits in der 2014 durchgeführten Prüfung herangezogen wurde (siehe Tabelle A).

**Obwohl die Kommission in fünf Ländern ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt hat, liegt bislang noch kein Vorschlag zur Eröffnung eines Verfahrens bei einem übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewicht vor.** Die Kommission hat sich damit entschieden, die verfügbaren Verfahrensschritte (d. h. die korrektive Komponente) nicht vollständig auszuschöpfen. Im Fall Kroatiens und Frankreichs kündigte die Kommission indes ausdrücklich an, die Eröffnung eines Verfahrens bei einem übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewicht im Mai 2015 in Erwägung zu ziehen, sollten sich die betreffenden Regierungen bis dahin nicht zur Umsetzung entschlossener Strukturreformen verpflichtet haben.

<sup>1</sup> Erwägungsgrund 22 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte.

Tabelle A Kategorien des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht

1		2		3		4		5		6	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
DK	DK	BE	BE	HU	HU	IE	IE	HR	HR		
LU	LU	BG	NL		DE	ES	ES	IT	FR		
MT	MT	DE	SE			FR	SI	SI	IT		
AT	AT	NL	RO						PT		
LT	LT	SE	UK						BG		
LV	LV	UK	FI								
EE	EE	FI									
PO	PO										
CZ	CZ										
SK	SK										

Quelle: Europäische Kommission.

Legende: 1 = Keine Ungleichgewichte. 2 = Ungleichgewichte, die eine Beobachtung und politische Maßnahmen erfordern. 3 = Ungleichgewichte, die eine Beobachtung und entschlossene politische Maßnahmen erfordern; 4 = Ungleichgewichte, die eine spezifische Beobachtung und entschlossene politische Maßnahmen erfordern. 5 = übermäßige Ungleichgewichte, die eine spezifische Beobachtung und entschlossene politische Maßnahmen erfordern; 6 = übermäßige Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und die Eröffnung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht erfordern. Farbliche Kennzeichnung: rot = Länder, in denen das Verfahren intensiviert wird; grün: Länder, in denen das Verfahren zurückgestuft wird; blau: Länder, die 2015 erstmals von dem Verfahren betroffen sind.

## Überlegungen zu den Schlussfolgerungen der eingehenden Überprüfung 2015

**Die eingehende Überprüfung des Jahres 2015 kommt zu dem Ergebnis, dass die Ungleichgewichte in einer Reihe von Ländern schwerwiegender werden.** Dies ist durchaus besorgniserregend, denn das Ungleichgewichtsverfahren wurde seinerzeit nicht zuletzt mit der Absicht eingeführt, das Auftreten nachteiliger makroökonomischer Ungleichgewichte zu verhindern und den Abbau bestehender Ungleichgewichte voranzutreiben. Doch die Zahl der Länder, in denen ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt wird, steigt von Jahr zu Jahr (von null im Jahr 2012 auf fünf im Jahr 2015), doch in keinem einzigen Fall hat die Kommission ein Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht eröffnet. Die Anwendungspraxis des Verfahrens und die Wirksamkeit seiner präventiven Komponente werden hierdurch infrage gestellt.

### Unzureichende Umsetzung der länderspezifischen Reformempfehlungen

**Bei ihrer Beurteilung des Ausmaßes von Ungleichgewichten legt die Kommission besonders hohes Gewicht auf politische Zusagen.** Obschon glaubwürdige Zusagen eine notwendige Voraussetzung für die Durchführung von Reformen sind, sollte die Beurteilung des Ausmaßes von Ungleichgewichten im Wesentlichen auf Grundlage der tatsächlich ergriffenen politischen Maßnahmen erfolgen. Die Vergangenheit zeigt, dass die von der Politik angekündigten Vorhaben sehr häufig nicht verwirklicht wurden; bestätigt wird dies auch durch die Kommissionsbeurteilung bezüglich der Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen, die Bedenken hinsichtlich der erzielten Fortschritte aufkommen lässt (siehe Tabelle B).

**Mit Blick auf die Länder des Euro-Währungsgebiets kommt die Europäische Kommission zu dem Urteil, dass kein Staat die Empfehlungen von 2014 vollständig umgesetzt hat.** Zwar wurden die Reformanstrengungen in einigen Ländern verstärkt, doch bei der Mehrheit waren eher begrenzte Fortschritte zu verzeichnen, die keine angemessene Antwort auf die nach wie vor bestehenden Anfälligkeiten darstellen (siehe Tabelle B). So können von den Ländern, die im Rahmen des Verfahrens 2014 entschlossene politische Maßnahmen hätten ergreifen sollen (d. h. Länder der Stufe 4 und 5, siehe Tabelle A), Spanien, Irland und Italien einige Fortschritte in Bezug auf den Großteil ihrer länderspezifischen Empfehlungen verbuchen, während Frankreich

Tabelle B Beurteilung der Europäischen Kommission in Bezug auf die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2014

Reform-empfehlungen	BE	BG	HR	CZ	DK	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PT	PL	RO	SI	SK	FI	SE	UK
1	Keine Fortschritte																									
2	Keine Fortschritte																									
3	Keine Fortschritte																									
4	Keine Fortschritte																									
5	Keine Fortschritte																									
6	Keine Fortschritte																									
7	Keine Fortschritte																									
8	Keine Fortschritte																									

<span style="color: green;">■</span>	Vollständige Umsetzung
<span style="color: blue;">■</span>	Substanzielle Fortschritte
<span style="color: orange;">■</span>	Einige Fortschritte
<span style="color: red;">■</span>	Begrenzte Fortschritte
<span style="color: black;">■</span>	Keine Fortschritte

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Fortschritte bei der Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2014 werden anhand der folgenden Kategorien beurteilt: Keine Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlung weder Maßnahmen angekündigt noch verabschiedet. Diese Kategorie findet auch Anwendung, wenn ein Mitgliedstaat eine Arbeitsgruppe mit der Evaluierung möglicher Maßnahmen beauftragt hat. Begrenzte Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlung einige Maßnahmen angekündigt; diese scheinen jedoch unzureichend zu sein, und/oder ihre Verabschiedung/Umsetzung ist gefährdet. Einige Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlung Maßnahmen angekündigt oder verabschiedet. Diese sind vielversprechend, doch die Umsetzung der Maßnahmen ist nicht vollständig und nicht in allen Fällen gesichert. Substanzielle Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen verabschiedet, die zum weit überwiegenden Teil umgesetzt wurden und ein gutes Stück dazu beitragen, den länderspezifischen Empfehlungen nachzukommen. Vollständig umgesetzt: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen verabschiedet und umgesetzt, mit denen angemessen auf die länderspezifische Empfehlung reagiert wird.

diesbezüglich begrenzte Fortschritte bescheinigt wurden. Diese Ergebnisse scheinen im Widerspruch zur (wiederholten) Forderung der Kommission nach entschlossenen politischen Maßnahmen zu stehen und deuten auf eine Schwäche der präventiven Komponente des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht hin. In Anbetracht der Notwendigkeit, in den genannten Ländern wie auch in den anderen Mitgliedstaaten des Eurogebiets Anfälligkeiten abzubauen und ein nachhaltiges Wachstum zu fördern, erfordert der unzureichende Umsetzungsfortschritt eine deutliche Intensivierung der Reformanstrengungen.

**Das Instrumentarium des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (einschließlich der korrektiven Komponente) muss vollständig und wirksam genutzt werden, um die potenziellen Gefahren für ein reibungsloses Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion zu verringern.**

## AUSWIRKUNGEN DES E-COMMERCE AUF DIE INFLATION

**Bisweilen wird argumentiert, dass die Ausweitung des elektronischen Handels zu niedrigeren Preisen und damit auch zu einer niedrigeren Inflation führt.** Die bislang verfügbaren empirischen Belege deuten darauf hin, dass sich der durch die Zunahme des E-Commerce bedingte inflationsdämpfende Effekt in Grenzen hält. Diese Erkenntnis ist jedoch mit erheblicher Unsicherheit behaftet, da die entsprechenden Daten lückenhaft sind.

### Möglicher Einfluss des E-Commerce auf Preise und Inflation

**Der Begriff „E-Commerce“ bezeichnet im Allgemeinen den Ein- und Verkauf von Waren und Dienstleistungen über ein elektronisches Netzwerk wie das Internet.**

Internetbasierte Transaktionen haben sowohl im Einzelhandel als auch im Handel zwischen Unternehmen merklich zugenommen.

**Es gibt zwei wesentliche Kanäle, über die die Ausweitung des E-Commerce zu Preissenkungen führen könnte.** Zum einen bietet der Onlinehandel im Vergleich zu traditionellen Vertriebswegen Spielraum für Kosteneinsparungen im Groß- und Einzelhandel, die sowohl Ladenbesitzer als auch Onlinehändler an ihre Kunden weitergeben können. Zum anderen kann sich durch E-Commerce der Wettbewerb der Anbieter verstärken, da die Kunden im Internet relativ einfach Angebote vergleichen können, wodurch sich Ladenbesitzer wie auch Onlinehändler gezwungen sehen, ihre Preise niedrig zu halten. Letzteres kann zu einer Schmälerung der Gewinnmargen führen. Dabei ist zu beachten, dass sich das Preisniveau auch dann verringern kann, wenn der Marktanteil des E-Commerce noch vergleichsweise gering ist.

**Der potenzielle Einfluss der Zunahme des E-Commerce auf die Inflation dürfte abklingen, sobald sich der Onlinehandel fest an den Märkten etabliert hat, dies könnte allerdings noch einige Zeit dauern.** Internetbasierte Transaktionen sind eine technische Neuerung, an die sich die Märkte Schritt für Schritt anpassen müssen. Während dieses Anpassungsprozesses kann es zwar zu einer Abschwächung des Preisdrucks kommen. Die Auswirkungen werden sich aber wahrscheinlich verringern, sobald sich ein neues Gleichgewicht eingestellt hat.<sup>1</sup>

Abbildung A Prozentualer Anteil des elektronischen Handels am Gesamtumsatz der Unternehmen



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

Anmerkung: Unternehmen mit zehn oder mehr Mitarbeitern (ohne Finanzsektor). Einschließlich Transaktionen zwischen Unternehmen sowie zwischen Unternehmen und Verbrauchern. Die ersten Angaben für DE, EE und LT beziehen sich auf 2004, für CY, LV und SK auf 2005, für SI auf 2006, für NL auf 2007 und für MT und FR auf 2008. Die jüngsten Angaben für BE und SI beziehen sich auf 2012 bzw. 2013. Für LU liegen lediglich Daten aus dem Jahr 2012 vor.

<sup>1</sup> Siehe H. Meijers, Diffusion of the internet and low inflation in the information economy, Information Economics and Policy, Bd. 18, 2006, S. 1-23.

## Verbreitung des E-Commerce im Euro-Währungsgebiet

**In den vergangenen zehn Jahren hat der Anteil des elektronischen Handels mit Verbrauchern und Unternehmen am Gesamtumsatz in den meisten Ländern des Euroraums zugenommen, ist aber von Land zu Land nach wie vor sehr unterschiedlich** (siehe Abbildung A).<sup>2</sup>

Unternehmen in den kleinen und offenen Volkswirtschaften Irlands, Luxemburgs, der Slowakei und Finnlands wiesen im Jahr 2014 den größten Anteil an Onlinegeschäften auf, gefolgt von deutschen, französischen, belgischen und spanischen Firmen. In Griechenland, Zypern, Italien und Malta sowie in Lettland und Litauen war der Anteil des elektronischen Handels 2014 mit weniger als 10 % vergleichsweise gering. In den jüngsten Euro-Beitrittsländern (Zypern, Slowakei, Estland, Litauen und Lettland) ist der elektronische Handel – ausgehend von geringen Werten im Jahr 2003 – aufgrund eines umfangreichen Ausbaus der Hochgeschwindigkeits-Internetverbindungen sprunghaft angestiegen. Auch in Spanien und Portugal war eine starke Zunahme zu verzeichnen.

**Die weniger starke Verbreitung des E-Commerce in einigen Ländern lässt sich unter anderem mit deren deutlich höherem Anteil kleiner und mittelständischer Unternehmen erklären, die in der Regel in geringerem Maße am Onlinehandel teilnehmen als größere Firmen.** Hinzu kommt, dass einige Länder in Bezug auf den Hochgeschwindigkeits-Internetzugang anderen Euro-Ländern hinterherhinken.

**Die Zahl der Privatpersonen, die das Internet nutzen, um sich über Waren und Dienstleistungen zu informieren bzw. Einkäufe zu tätigen, hat in den vergangenen zehn Jahren beträchtlich zugenommen** (siehe Abbildung B und C). In allen Euro-Ländern mit Ausnahme Italiens nutzten im Jahr 2014 bereits mehr als 50 % der Bevölkerung das Internet als Informationsquelle. Auch der Anteil der Personen, die im Internet Waren und Dienstleistungen erwerben, hatte sich in den meisten Euro-Ländern gegenüber 2003 mindestens verdoppelt.

## Belege für den Einfluss des E-Commerce auf die Inflation

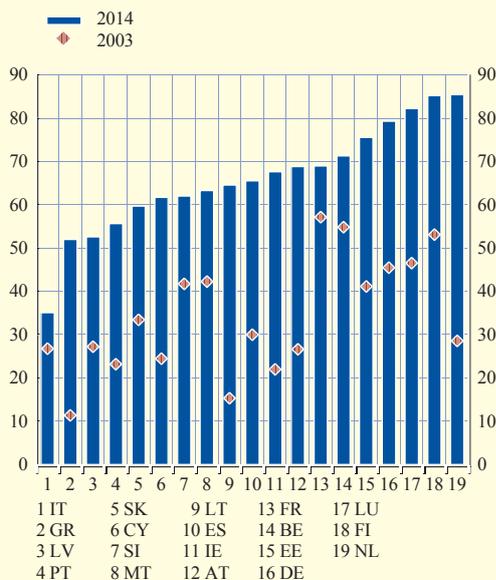
**Die Untersuchung des Einflusses, den der E-Commerce auf die Verbraucherpreisinflation ausübt, ist mit einigen Schwierigkeiten verbunden.** Eine davon betrifft die Einbeziehung von Preisentwicklungen im Onlinehandel in den HVPI. Die Statistikämter in der EU lassen zunehmend auch Onlinepreise in die Berechnung der Verbraucherpreisindizes einfließen. In einigen Bereichen, z. B. bei Preisen für Hotels oder sonstige Beherbergungsdienstleistungen sowie Flugpreisen, ist die Erhebung und Nutzung von Onlinepreisen anstelle der oder ergänzend zu den Preisen traditioneller Reisebüros oder Verkaufspunkte bereits gängige Praxis. Preise für gewerbliche Erzeugnisse werden indessen von den einzelnen Statistikbehörden unterschiedlich berücksichtigt, worin sich auch die verschiedenen Konsumgewohnheiten widerspiegeln.<sup>3</sup> Eurostat arbeitet derzeit gemeinsam mit nationalen Statistikämtern an einer Lösung, wie die Entwicklung von Onlinepreisen besser, vollständiger und harmonisierter im HVPI abgebildet werden kann.

**Nimmt ein Statistikamt mehr online gehandelte Waren und Dienstleistungen in den HVPI auf, so hängt die Auswirkung auf die HVPI-Inflation davon ab, inwiefern sich die Preise**

<sup>2</sup> Bislang liegen kaum offizielle Zahlen zum E-Commerce vor. Eine Datenquelle ist die seit 2002 von Eurostat jährlich durchgeführte Erhebung über die Nutzung von IKT (Informations- und Kommunikationstechnologie) in Unternehmen und Privathaushalten, die auch Fragen zum Thema E-Commerce enthält und die in die von der Europäischen Kommission 2010 vorgelegte „Digitale Agenda für Europa“ einfließt.

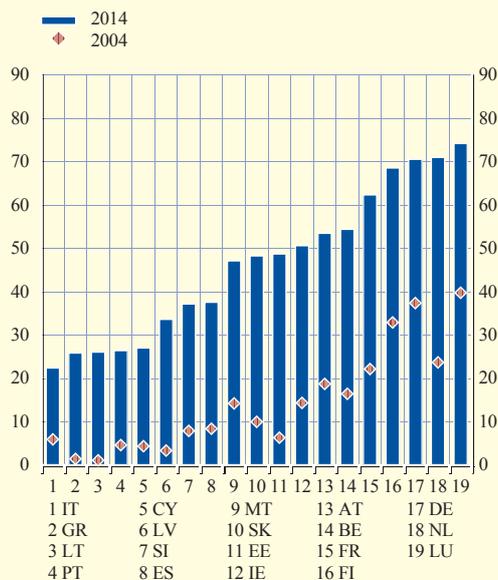
<sup>3</sup> Nähere Informationen zur Inflationsmessung finden sich in: EZB, Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement, Kasten 2, Structural Issues Report, September 2011.

**Abbildung B** Prozentualer Anteil der Privatpersonen, die sich im Internet über Waren und Dienstleistungen informieren



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.  
Anmerkung: Personen im Alter von 16 bis 74 Jahren. Die ersten Angaben für CY, SI, SK, EE und LV beziehen sich auf 2004, für BE, IT und MT auf 2005 und für FR auf 2006.

**Abbildung C** Prozentualer Anteil der Privatpersonen, die im Internet Waren und Dienstleistungen erwerben



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.  
Anmerkung: Personen im Alter von 16 bis 74 Jahren. Die ersten Angaben für BE, IT und MT beziehen sich auf 2005 und für FR auf 2006.

**solcher Güter anders entwickeln als die Preise traditionell gehandelter Güter.** Wenn sich die Preise beider Handelskanäle ähnlich entwickeln, würde sich die Erfassung online gehandelter Produkte nicht wesentlich auf die Teuerung nach dem HVPI auswirken. Steigende Internetkäufe sowie Preisunterschiede zwischen Onlineshops und Ladengeschäften spiegeln sich in Anpassungen der Ausgabenanteile der jeweiligen HVPI-Komponenten wider.

**Es gibt kaum Untersuchungen dazu, ob die unvollständige Berücksichtigung des Onlinehandels Messfehler bei den Verbraucherpreisindizes verursacht, und die verfügbaren Ergebnisse lassen keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu.** Lünnemann und Wintr (2006)<sup>4</sup> analysieren eine breite Palette von Einzelpreisdaten und kommen zu dem Ergebnis, dass sich Preise von online gehandelten Produkten im Schnitt weniger stark verändern als der Verbraucherpreisindex, was auf einen möglichen Messfehler bei der HVPI-Teuerungsrate hindeuten würde. Eine jüngere Studie (Gorodnichenko, Sheremirov und Talavera, 2014)<sup>5</sup> hat jedoch ergeben, dass die Preise im Onlinehandel im Durchschnitt ähnlich stark angepasst werden wie im traditionellen Handel. Somit dürften etwaige durch die Nichtberücksichtigung des Onlinehandels entstehende Verzerrungen in Preisindizes gering ausfallen.

**Belege für eine tatsächliche Auswirkung des E-Commerce auf die Verbraucherpreisentwicklung sind zwar ebenfalls rar, deuten aber auf einen geringen Effekt hin.** Laut einer älteren Studie von

4 Siehe P. Lünnemann und L. Wintr, Are internet prices sticky?, Working Paper Series der EZB, Nr. 645, Juni 2006.  
5 Siehe Y. Gorodnichenko, V. Sheremirov und O. Talavera, Price setting in online markets: does it click? Working Paper Series des NBER, Nr. 20819, August 2014.

Yi und Choi (2005)<sup>6</sup> bewirkt ein jährlicher Anstieg des Anteils der Internetnutzer um 1 Prozentpunkt einen Rückgang der Jahresteuersatzrate um 0,04 bis 0,1 Prozentpunkte. Dieses Ergebnis deckt sich weitgehend mit aktuelleren Erkenntnissen von Lorenzani und Varga (2014)<sup>7</sup>, die im Rahmen einer Untersuchung des preislichen Wettbewerbs den Einfluss des Onlinehandels mit Waren und Dienstleistungen schätzen. Die Autoren projizieren den im Jahr 2010 gemessenen Anteil der online erworbenen Güter im Einzelhandel bis ins Jahr 2015 und gelangen zu der Einschätzung, dass sich dadurch die Preissteigerung im Einzelhandel in den 27 EU-Ländern zusammengenommen von 2011 bis 2015 jährlich um 0,1 Prozentpunkte verringern dürfte. Derartige Schätzungen sind jedoch mit großer Unsicherheit behaftet, was unter anderem auf den begrenzten Datensatz und die zuvor genannten Schwierigkeiten bei der Erstellung des Verbraucherpreisindex zurückzuführen ist. Für die Vereinigten Staaten liegen aufgrund des vom MIT durchgeführten „Billion Prices Project“ und der in regelmäßigen Abständen aktualisierten Preisstatistiken zu Offline- und Onlinepreisentwicklungen aussagekräftigere Ergebnisse vor.<sup>8</sup> Die hierbei gewonnenen Daten lassen nicht auf bedeutende oder systematische Differenzen zwischen Preisindizes oder Inflation bei online und traditionell gehandelten Produkten in den Vereinigten Staaten schließen.

6 Siehe M. H. Yi und C. Choi, The effect of the internet on inflation: Panel data evidence, *Journal of Policy Modeling*, Bd. 27, 2005, S. 885-889.

7 Siehe D. Lorenzani und J. Varga, The Economic Impact of Digital Structural Reforms, *European Commission Economic Papers*, Nr. 529, September 2014.

8 Siehe <http://bpp.mit.edu/usa/>.

## ZUM UMGANG MIT DER ÜBERPRÜFUNG DER ÜBERSICHTEN ÜBER DIE HAUSHALTSPLANUNG 2015

**Der vorliegende Kasten enthält zusammenfassende Informationen zum Umgang mit der Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2015 vom November 2014, wobei die sieben Staaten im Vordergrund stehen, bei denen die Europäische Kommission die Gefahr eines Verstoßes gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) erkannt hatte.**<sup>1</sup> Hierbei handelt es sich um Belgien, Italien, Malta und Österreich im Rahmen der präventiven Komponente des SWP sowie um Frankreich, Spanien und Portugal nach dessen korrektiver Komponente. Auf der Tagung der Eurogruppe vom 8. Dezember 2014 verpflichteten sich die Regierungen der betreffenden Länder, die zur Einhaltung des SWP erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen. Ferner kündigte die Kommission an, Anfang 2015 ihre Position bezüglich der Erfüllung der nach dem SWP für Belgien, Frankreich und Italien bestehenden Verpflichtungen zu überdenken, da zu diesem Zeitpunkt die Haushaltsfinanzierungsgesetze finalisiert und Erläuterungen zu den angekündigten Strukturreformprogrammen dieser Länder zu erwarten seien. Am 13. Januar 2015 veröffentlichte die Kommission eine Mitteilung über die „Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität“, mit welcher die Flexibilität des SWP in Bezug auf Konjunkturlage, Strukturreformen und öffentliche Investitionen im Einzelnen dargelegt und teilweise ausgeweitet wurde.<sup>2</sup> Am 25. Februar gab die Kommission ihre Beschlüsse zu Belgien, Frankreich und Italien bekannt, und am 27. Februar veröffentlichte sie eine auf ihrer Winterprognose 2015 beruhende Beurteilung, die vom Rat am 10. März gebilligt wurde.

**Mit Ausnahme Belgiens hat kein Staat, bei dem die Einhaltung des SWP als gefährdet gilt, ausreichende Maßnahmen zur Schließung der von der Eurogruppe im Dezember festgestellten Konsolidierungslücke ergriffen.** Was die im korrektiven Teil des SWP befindlichen Länder angeht, so wurde Frankreich aufgefordert, zusätzliche Konsolidierungsschritte im Umfang von 0,5 % des BIP zu unternehmen, um 2015 eine Verbesserung des Struktursaldos im Einklang mit der Empfehlung des Defizitverfahrens vom Juni 2013 zu erreichen. Aus der Winterprognose 2015 der Kommission ist jedoch keine Steigerung der Anstrengungen ersichtlich, die über das zum Zeitpunkt der Eurogruppentagung bekannte Ausmaß von 0,3 % des BIP hinausginge.<sup>3</sup> Für Spanien und Portugal, denen defizitsenkende Maßnahmen im Einklang mit den für 2015 vorgegebenen Zielwerten des Defizitverfahrens empfohlen wurden, werden für das laufende Jahr nunmehr geringfügig niedrigere Haushaltsfehlbeträge prognostiziert. Gleichwohl liegen diese weiterhin oberhalb der Vorgaben, und auch die Verbesserung des strukturellen Finanzierungssaldos bleibt hinter den Anforderungen zurück. Was die von der präventiven Komponente betroffenen Staaten angeht, so bleibt in Italien die für 2015 zu erwartende Verbesserung des Struktursaldos von 0,2 Prozentpunkten hinter dem von der Eurogruppe empfohlenen Wert von 0,4 % des BIP zurück und ist lediglich einer Verringerung der Zinsausgaben zuzuschreiben. Dagegen ist für Belgien eine Verbesserung des Struktursaldos um 0,2 Prozentpunkte zu erwarten, was dem im Kreis der Eurogruppe zugesagten Ergebnis entspricht. Sowohl in Italien als auch in Belgien weicht die strukturelle Anpassung nach wie vor erheblich von dem nach der Schuldenregel vorgeschriebenen Ausmaß ab. In Österreich hat die Verbesserung des

1 Siehe hierzu auch EZB, Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2015, Kasten 6, Monatsbericht Dezember 2014.

2 Siehe hierzu auch EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 1, Februar 2015.

3 In Bezug auf die ursprüngliche, am 15. Oktober eingereichte Haushaltsübersicht kam die Kommission zu dem Schluss, dass sich der Struktursaldo lediglich um 0,1 % des BIP verbessern würde. Am 21. November kündigte die Regierung zusätzliche Schritte im Umfang von 0,2 % des BIP an. Diese Maßnahmen, die vollständig in die Erklärung der Eurogruppe vom 8. Dezember einfließen, wurden am 18. Dezember 2014 vom französischen Parlament im Zuge der Verabschiedung des Haushalts 2015 gebilligt.

strukturellen Saldos gegenüber den Erwartungen vom Dezember nachgelassen, wodurch sich die Gefahr einer deutlichen Abweichung von den Anforderungen des präventiven Teils weiter erhöht hat. Bestätigt sich ex post diese Einschätzung, könnte dies im Frühjahr 2016 Anlass zur Aktivierung der vorgesehenen Verfahrensschritte geben. Malta wird – sollte der Rat einen Beschluss fassen, wonach das Land sein übermäßiges Defizit innerhalb der für 2014 gesetzten Frist beseitigt hat, und das Defizitverfahren einstellen – wieder unter den präventiven Teil des SWP fallen. Die Gefahr einer Nichteinhaltung der dort enthaltenen Bestimmungen hat sich durch die Maßnahmen, die im endgültigen Haushalt 2015 enthalten sind, verringert.

**Am 27. Februar veröffentlichte die Kommission ihre Prüfungsergebnisse bezüglich der Umsetzung des SWP durch Belgien, Frankreich und Italien.** In den nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV erstellten Berichten untersuchte die Kommission die Verletzung des Defizitkriteriums durch Belgien und den Verstoß gegen das Schuldenkriterium durch Belgien und Italien. Dabei sah die Kommission aufgrund einer Reihe einschlägiger exkulpierender Faktoren von der Einleitung eines Defizitverfahrens gegen diese Länder ab. Berücksichtigt wurden im Falle Belgiens und Italiens a) die Erfüllung der strukturellen Anpassungserfordernisse im Rahmen des präventiven Teils des SWP (die im Nachgang zur Kommissionsmitteilung über die Flexibilität des SWP für Italien nun gelockert wurden), b) die ungünstige Konjunkturlage (d. h. schwaches Wirtschaftswachstum und geringer Preisauftrieb), die die Einhaltung der Schuldenregel erschwert, und c) die zu erwartende Umsetzung der ehrgeizigen wachstumssteigernden Strukturreformpläne, die die Regierungen vorgelegt hatten. Allerdings sind in diese Beurteilungen die gegenüber den Ratsempfehlungen vom Juni 2014 bestehenden Konsolidierungslücken des Zeitraums 2014-2015 nicht als erschwerender Faktor mit eingeflossen.

**Im Fall Frankreichs hatte die Kommission zu prüfen, ob als Reaktion auf die Ratsempfehlung, das übermäßige Defizit bis 2015 zu korrigieren, wirksame Maßnahmen ergriffen wurden.** Gehen derartige Maßnahmen mit unerwarteten nachteiligen wirtschaftlichen Ereignissen einher, die sehr ungünstige Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen haben, wäre dies in der Regel ein Umstand, der eine Verlängerung der für die Defizitkorrektur gesetzten Frist um ein Jahr rechtfertigte. Hat ein Land des Eurogebiets nach Einschätzung der Kommission aber keine wirksamen Maßnahmen ergriffen, sieht das Defizitverfahren eine Verschärfung in Form einer Inverzugsetzung<sup>4</sup> und der Auferlegung finanzieller Sanktionen, d. h. einer Geldbuße in Höhe von 0,2 % des BIP, vor. Bei Vorliegen außergewöhnlicher wirtschaftlicher Umstände oder auf den begründeten Antrag des betroffenen Mitgliedstaats hin kann die Kommission dem Rat die Verringerung oder Aufhebung der Geldbuße empfehlen. Für den Zeitraum 2013-2014<sup>5</sup> befand die Kommission, dass die verfügbaren Daten nicht auf ein Ausbleiben wirksamer Maßnahmen schließen ließen, und schlug vor, die Verfahrensfrist für die Korrektur des übermäßigen Defizits um zwei Jahre (d. h. bis 2017) zu verlängern. Am 10. März folgte der Rat dieser Empfehlung. Der Anpassungspfad wird nun auf die späteren Jahre des Konsolidierungszeitraums verlagert. So wird Frankreich aufgefordert, seine strukturellen Konsolidierungsanstrengungen wie folgt zu intensivieren: 0,5 % des BIP im laufenden Jahr (dies entspricht der Mindestanforderung der korrektiven Komponente und liegt damit unter dem bisher geforderten Umfang von 0,8 % des BIP), 0,8 % des BIP im Jahr 2016 und 0,9 % des BIP im Jahr 2017. Den laufenden Defizitverfahren nach

<sup>4</sup> Nach Artikel 126 Absatz 9 AEUV.

<sup>5</sup> Bei der Prüfung dieses Zeitraums blieb das letzte Jahr der im Rahmen des Defizitverfahrens gesetzten Korrekturfrist unberücksichtigt, für welches die Kommission Risiken einer Nichteinhaltung der SWP-Vorgaben erkannt hatte. Im Gegensatz hierzu war im Jahr 2013 die Korrekturfrist noch verlängert worden, da erst bei Einbeziehung des letzten Jahres dieser Frist das Vorliegen wirksamer Maßnahmen zu konstatieren gewesen war.

zu urteilen wird Frankreich 2017 das einzige Land des Euroraums sein, das sich in einem solchen Verfahren befindet. Was Spanien und Portugal angeht, so richtete die Kommission trotz der Gefahr einer Verletzung der vom Rat im Rahmen des Defizitverfahrens empfohlenen Korrekturfrist keine Frühwarnung in Form einer eigenständigen Empfehlung an diese Länder. Dies steht im Gegensatz zur Praxis des vergangenen Jahres, als die Kommission in einer vergleichbaren Situation noch entsprechende Empfehlungen gegen Frankreich und Slowenien ausgesprochen hatte.

**Der Steuerungsrahmen der EU wurde 2011 und 2013 durch das Inkrafttreten neuer Rechtsvorschriften – des Sechserpakets und des Zweierpakets („Six-pack“ bzw. „Two-pack“) – gestärkt.** Infolge der bedeutsamen krisenbedingten Lehren der jüngeren Zeit wurde das Regelwerk der EU umfassend nachgebessert. Von besonderer Relevanz sind hierbei die Aufnahme der Schuldenregel in die korrektive Komponente des SWP, die Einführung des Verfahrens bei einer erheblichen Abweichung in die präventive Komponente (welche zur Gewährleistung hinreichender Fortschritte auf dem Weg zum mittelfristigen Haushaltsziel beitragen soll), Änderungen der Beschlussfassungsverfahren zugunsten eines stärkeren Automatismus bei der Anwendung von Regeln und Sanktionen sowie die Möglichkeit, bei einer Gefährdung der im Defizitverfahren festgelegten Haushaltsziele überarbeitete Haushaltsentwürfe anzufordern und eigenständige Empfehlungen auszusprechen.

**Das Instrumentarium des gestärkten Steuerungsrahmens ist im Zeitverlauf und für alle Länder gleichermaßen konsequent und wirksam anzuwenden.** Es muss unbedingt seiner Bestimmung gemäß eingesetzt werden, um in allen Staaten des Euroraums tragfähige Haushaltspositionen sicherzustellen. Nur dann kann der SWP als Vertrauensanker fungieren. In diesem Zusammenhang hat sich die Wahrscheinlichkeit, dass im präventiven Teil das Verfahren einer erheblichen Abweichung angewandt wird, verringert, da die Konsolidierungsanforderungen an die Länder, die sich in einem schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld befinden, mit der Zeit gelockert wurden. Auch das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht wurde noch nicht eröffnet, obwohl übermäßige Ungleichgewichte festzustellen waren.<sup>6</sup> Des Weiteren besteht die Gefahr einer Vernachlässigung der Schuldenregel, wenn diese de facto dem geschwächten präventiven Teil des SWP untergeordnet wird, denn im Gefolge der Kommissionsmitteilung zur Nutzung der Flexibilität des SWP fallen Aspekte der Schuldentragfähigkeit in diesem Zusammenhang kaum noch ins Gewicht. Letzten Endes hängt das Vertrauen in das finanzpolitische Regelwerk der EU von dessen vollständiger und konsequenter Anwendung ab.

<sup>6</sup> Siehe hierzu EZB, Das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht 2015, Kasten 5, in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

# STRUKTURREFORMEN IN DEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS: FORTSCHRITTE UND WIRKUNGSPOTENZIAL

*Strukturreformen können eine erhebliche Produktivitäts- und Beschäftigungssteigerung bewirken und das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet ankurbeln. Gleichzeitig versetzen sie die Länder in die Lage, sich rascher an Schocks anzupassen, ihre Ressourcenallokation günstiger zu gestalten und die eigene Volkswirtschaft besser zu restrukturieren. Im vorliegenden Beitrag werden die Effekte von Strukturreformen auf makroökonomische Schlüsselgrößen veranschaulicht und die jüngsten Fortschritte bei den Reformen an den Güter- und Arbeitsmärkten beschrieben. Der Aufsatz kommt zu dem Schluss, dass weitere Strukturreformen ein wirksames Instrument zur Wachstumsbelebung und zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum sein könnten. Es gibt Anzeichen, dass die seit Beginn der Krise durchgeführten Reformen bereits Wirkung zeigen. So scheinen Lohn- und Preisflexibilität zugenommen und dadurch den Anpassungsprozess gefördert zu haben, und auch die Exportleistung hat sich in den Ländern, die Reformen verabschiedet haben, offenbar erhöht. Doch obgleich einige Länder des Euro-Währungsgebiets deutliche Fortschritte erzielt haben, lassen die Indikatoren noch immer erheblichen Spielraum für weitere Reformmaßnahmen im gesamten Euroraum erkennen. Diese sind notwendig, um ein langfristig tragfähiges Wirtschaftswachstum zu fördern, die Anpassungsfähigkeit der einzelnen Länder zu erhöhen und das reibungslose Funktionieren der Währungsunion zu unterstützen.*

## I MAKROÖKONOMISCHE AUSWIRKUNGEN VON STRUKTURREFORMEN

**Strukturreformen können zu einem nachhaltigen Anstieg von Beschäftigung, Investitionen und Wachstum führen und die für ein reibungsloses Funktionieren der Währungsunion erforderliche Flexibilität schaffen.** So tragen Reformen zur Steigerung des Wettbewerbs sowie der Lohn- und Preisflexibilität dazu bei, dass sich eine höhere Wettbewerbsfähigkeit und Produktivität einstellen. Besonders wichtig ist dies für solche Länder im Euroraum, deren höhere preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch Lohn- und Preisänderungen bedingt wird, wodurch Flexibilität an Bedeutung gewinnt. Flexible Arbeits- und Gütermärkte sorgen unter anderem dafür, dass die Länder die erforderliche Anpassungsfähigkeit aufweisen und dass notwendige Marktsignale gesetzt werden, um Umstrukturierungen, Reallokation und Wachstum in den Volkswirtschaften des Eurogebiets voranzutreiben. Somit helfen Strukturreformen, eine effizientere Ressourcenallokation zu erzielen, die das längerfristige Wachstumspotenzial fördert und über verschiedene Transmissionskanäle neue Arbeitsplätze schafft.<sup>1</sup>

### I.1 TRANSMISSIONSKANÄLE VON STRUKTURREFORMEN

**Arbeits- und Gütermarktreformen haben unterschiedliche theoretische Auswirkungen auf Löhne, Preise und Beschäftigung.** Arbeitsmarktreformen sollten – soweit sie Lohnaufschläge oder den Anspruchslohn verringern – eine Mäßigung der Lohnentwicklung zur Folge haben, die sich in einer größeren Wettbewerbsfähigkeit und/oder höheren Gewinnmargen der Unternehmen sowie einer stärkeren Nachfrage nach Arbeitskräften niederschlägt. Dies kann zu einer höheren Beschäftigung und ceteris paribus zu einer geringeren strukturellen Arbeitslosigkeit führen. Eine stärkere Lohndifferenzierung zwischen bestimmten Gruppen von Arbeitskräften, z. B. nach Alter oder Qualifikation, würde zu einem geringeren strukturellen Mismatch am Arbeitsmarkt beitragen. Aufgrund der höheren Arbeitskräftenachfrage und potenzieller Produktivitätssteigerungen könnten dann auch die

<sup>1</sup> Siehe beispielsweise T. Bayoumi, D. Laxton und P. Pesenti, Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment, Working Paper Series der EZB, Nr. 341, April 2004; G. Coenen, P. McAdam und R. Straub, Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the euro area-wide model, Working Paper Series der EZB, Nr. 747, April 2007; siehe auch S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr und M. Pisani, Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment, in: International Finance, Bd. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, S. 23-44.

Reallöhne ihr Ausgangsniveau übersteigen.<sup>2</sup> Gütermarktrefor­men, die Unternehmen den Markteintritt erleichtern und zu mehr Wettbewerb führen, verringern den Preis­aufschlag. Dies trägt auch zu höheren Reallöhnen bei, was sich wiederum positiv in der aggregierten Nachfrage niederschlägt und in der Folge produktions- und beschäftigungssteigernd wirkt. Wenn sich durch Gütermarktrefor­men auch die Produktivität erhöht, könnten die realen Löhne weiter steigen; die Wirkung auf die Beschäftigung hängt hingegen von der relativen Bedeutung von Einkommens- und Preiseffekten ab.<sup>3</sup> Die weitaus meisten Studien stützen die Ansicht, dass sich Refor­men an den Arbeits- und Gütermärkten positiv auf die Beschäftigung auswirken. Die Auswirkungen auf die Reallöhne sind hingegen eher divers. Während Gütermarktrefor­men in der Regel mit höheren Reallöhnen einhergehen, hängt die Wirkung von Arbeitsmarkt- und sonstigen Strukturrefor­men von deren Ausgestaltung ab.<sup>4</sup>

**Güter- und Arbeitsmarktrefor­men wirken sich in der Regel auch positiv auf die Investitionstätigkeit aus.** Dies geschieht im Wesentlichen über zwei Kanäle. Erstens schlägt sich die durch Arbeitsmarktrefor­men bedingte anfängliche Mäßigung der Lohnentwicklung in einer höheren Gewinn­marge nieder, wodurch den Unternehmen zusätzliche Mittel für Investitionen zur Verfügung stehen und sie eine höhere Kapitalrendite erzielen. Aufgrund der verstärkten Investitionen, aber auch infolge der Lohnzurückhaltung steigt die Beschäftigung. Dadurch erhöhen sich auf lange Sicht tendenziell die Konsumausgaben, was durch die Erwartung einer lebhafteren Nachfrage zusätzliche Investitionsanreize schafft. Zweitens bewirken Gütermarktrefor­men, welche den Markteintritt erleichtern und den Wettbewerb fördern, in der Regel eine Senkung der Preis­aufschläge, wodurch Reallöhne und Nachfrage steigen und in der Folge auch die Investitionstätigkeit zunimmt.<sup>5</sup> Der Evidenz zufolge wirken sich Arbeits- und Gütermarktrefor­men positiv auf die Investitionen aus. Mithilfe des EAGLE-Modells lassen sich die Ergebnisse von Strukturrefor­men im Euro-Währungsgebiet simulieren und die Evidenz untermauern (siehe Kasten 1). Aus den Modellschätzungen geht hervor, dass der Produktionsanstieg vor allem auf höhere Investitionen zurückzuführen ist.

2 Siehe beispielsweise L. Lusinyan und D. Muir, Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy, Working Paper Series des IWF, Nr. 13/22, Januar 2013.

3 Die empirische Evidenz lässt den Schluss zu, dass ein permanenter Produktivitätsanstieg zu einem Beschäftigungsrückgang führt. Siehe J. Gali, Technology, Employment, and the Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?, in: American Economic Review, Bd. 89, Nr. 1, American Economic Association, März 1999, S. 249-271.

4 So könnte sich eine Reduzierung des Steuer- und Abgabenkeils im Euroraum nicht nur auf die geleisteten Arbeitsstunden, sondern auch auf die Reallöhne positiv auswirken. Siehe beispielsweise Coenen et al., a. a. O. Bei klassischen Arbeitsmarktrefor­men, etwa der Senkung des Mindestlohns, einer Verringerung der Arbeitslosenunterstützung oder einer Verlagerung von Tarifverträgen auf sektoraler Ebene hin zu Firmentarifverträgen, lässt sich diese Wirkung nicht beobachten. Siehe auch T. Krebs und M. Scheffel, Macroeconomic Evaluation of Labour Market Reform in Germany, Working Paper Series des IWF, Nr. 13/42, Februar 2013.

5 Ein dritter Kanal sind die direkten Auswirkungen von Refor­men auf die Produktivität. Diese können zu einem Anstieg der Investitionen und der Kapitalrendite führen. Siehe R. Griffith, R. Harrison und H. Simpson, Product Market Reform and Innovation in the EU, in: The Scandinavian Journal of Economics, Nr. 112, April 2010, S. 389-415. Hierbei ist zu beachten, dass ein stärkerer Wettbewerb die Gewinn­margen schmälert, was die Investitionstätigkeit etablierter Unternehmen in dem Sektor verringern könnte. Diese Wirkung wird jedoch tendenziell durch investitionssteigernde Effekte dominiert. Siehe A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti und F. Schiantarelli, Regulation and Investment, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 3, Ausgabe 4, Juni 2005, S. 791-825.

## Kasten 1

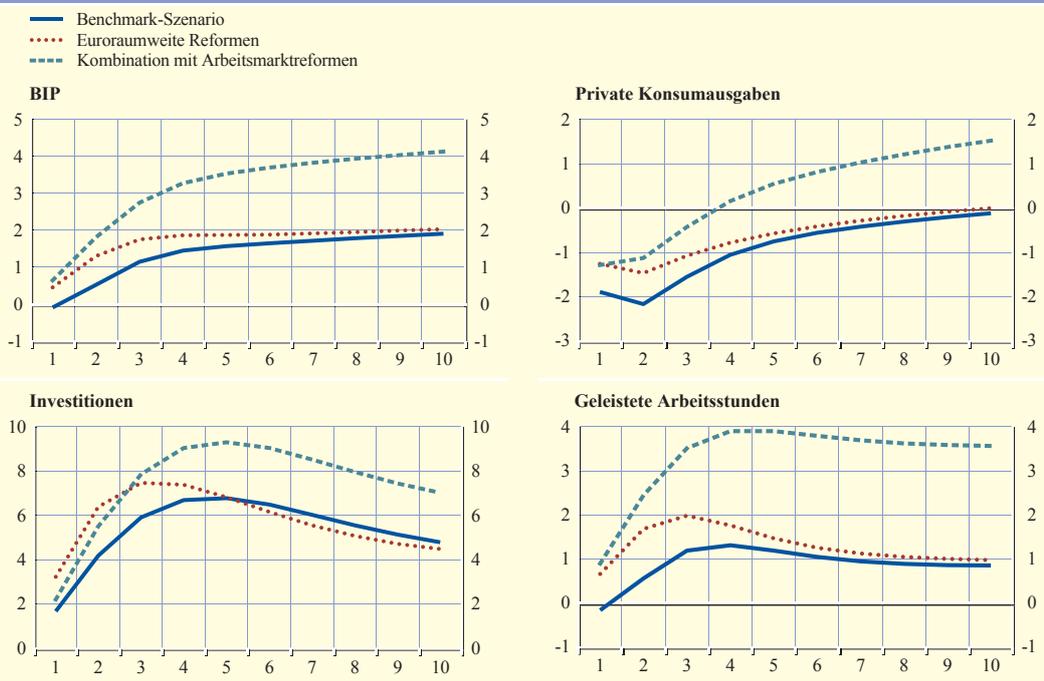
### ANALYSE DER MAKROÖKONOMISCHEN EFFEKTE VON STRUKTURREFORMEN ANHAND DES EAGLE-MODELLS

**Eine quantitative Betrachtung der makroökonomischen Effekte von Strukturrefor­men ist wesentlicher Bestandteil der wirtschaftspolitischen Gesamtanalyse,** die sich hierzu vielfach formaler modellgestützter Simulationen bedient. Im vorliegenden Kasten werden die makroökonomischen Effekte struktureller Refor­men anhand des „Euro Area and Global Economy“

(EAGLE)<sup>1</sup>-Modells untersucht. In diesem Modell stellen die privaten Haushalte Arbeitsleistungen zur Verfügung und bestimmen in einem Markt mit monopolistischem Wettbewerb ihre Löhne, indem sie einen Aufschlag auf ihre Grenzrate der Substitution zwischen geleisteten Arbeitsstunden und Konsumausgaben erheben. Auch Unternehmen setzen die Preise für ihre differenzierten Produkte in Form eines Aufschlags auf ihre Produktionsgrenzkosten fest. Die Lohn- und Preisaufschläge spiegeln die Monopolstärke in der Volkswirtschaft wider und resultieren in einem suboptimalen Grad des Arbeitskräfteeinsatzes und der Produktion. Daher lassen sich mit diesem Modell die Folgen wettbewerbssteigernder Reformen untersuchen, indem die Effekte einer Reduzierung der Aufschläge analysiert werden. Insgesamt lassen die Simulationen den Schluss zu, dass Strukturreformen das Wirtschaftswachstum selbst in der kurzen Frist deutlich steigern können.

**Die vielfältigen Umsetzungsmöglichkeiten von Strukturreformen können unterschiedliche makroökonomische Effekte bedingen.** Zu Veranschaulichungszwecken werden im Folgenden drei verschiedene Reformszenarien für den Dienstleistungssektor betrachtet:<sup>2</sup> 1. die einseitige Umsetzung der Maßnahmen in einem großen Land des Euro-Währungsgebiets („Benchmark-Szenario“), 2. eine koordinierte Umsetzung („euroraumweite Reformen“) und 3. Szenario 1 im Verbund mit Arbeitsmarktreformen („Kombination mit Arbeitsmarktreformen“). In den Simulationen werden die

Verschiedene Szenarien des simulierten Effekts von Strukturmaßnahmen auf das Reformland des Euro-Währungsgebiets anhand ausgewählter makroökonomischer Variablen



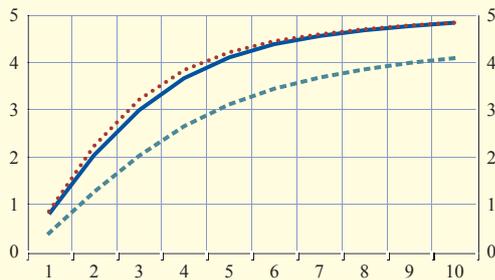
1 Bei EAGLE handelt es sich um ein breit angelegtes kalibriertes Mehrländermodell auf der Basis von Mikrodaten. Durch die explizite Mikrogrundlage lassen sich Strukturparameter identifizieren und die Auswirkungen von Strukturveränderungen genau analysieren, während der Rahmen eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells die angemessene Berücksichtigung der Verhaltens-effekte von Privathaushalten und Unternehmen ermöglicht. Im Benchmark-Szenario umfasst das EAGLE-Modell vier Regionen: Vereinigte Staaten, übrige Welt und zwei Euroraum-Regionen, d. h. ein bestimmtes Land des Eurogebiets sowie den übrigen Euroraum. Die Euroraum-Regionen unterliegen einer einheitlichen Geldpolitik, die auf einen gewichteten Durchschnitt der Inflationsrate und der Produktion im gesamten Gebiet reagiert. Die theoretische Grundlage des EAGLE-Modells ist mit jener des neuen Euroraum-Modells vergleichbar (siehe S. Gomes, P. Jacquinot und M. Pisani, The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area, in: Economic Modelling, Bd. 29(5), Elsevier, 2012, S. 1686-1714).

2 Siehe auch S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr und M. Pisani, Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment, in: International Finance, Bd. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, S. 23-44.

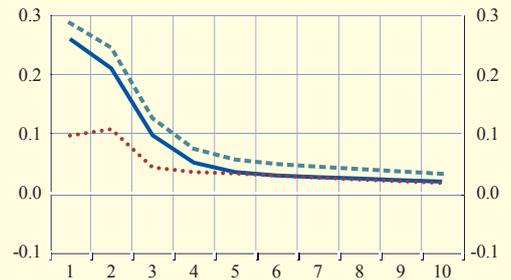
**Noch: Verschiedene Szenarien des simulierten Effekts von Strukturmaßnahmen auf das Reformland des Euro-Währungsgebiets anhand ausgewählter makroökonomischer Variablen**

- Benchmark-Szenario
- ... Euroraumweite Reformen
- - - Kombination mit Arbeitsmarktreformen

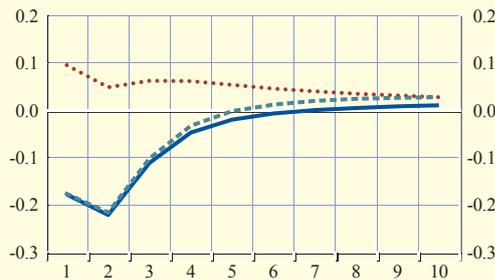
**Reallohn**



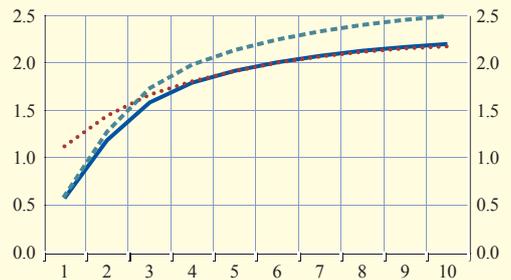
**Realer Zinssatz**



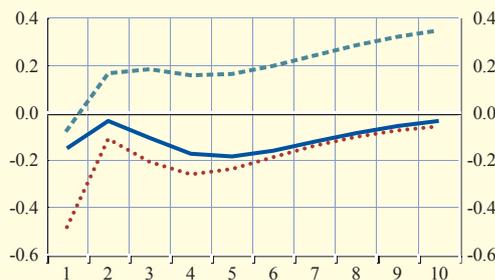
**Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe**



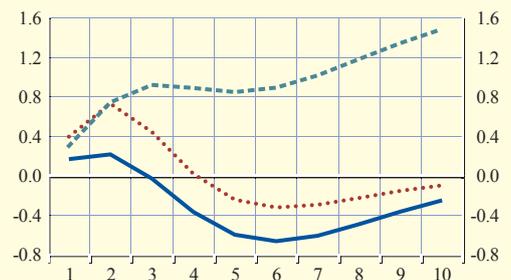
**Realer Wechselkurs**



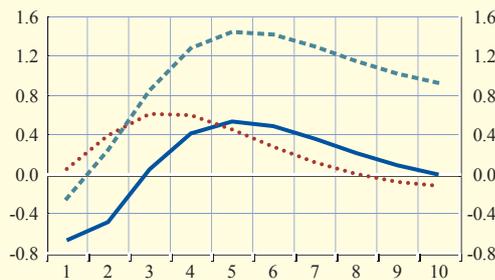
**Terms of trade**



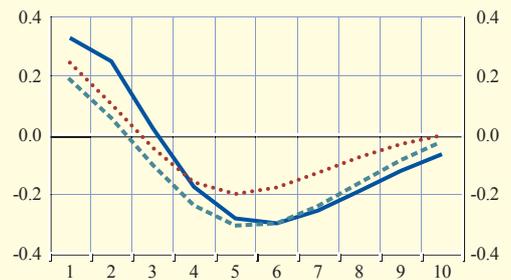
**Exporte**



**Importe**



**Außenhandelsaldo in % des BIP**



Quelle: EZB-Simulationen.  
Anmerkung: Abweichung vom Basisszenario in einem Zehnjahreszeitraum in %; Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe, realer Zinssatz und Außenhandelsaldo in % des BIP: Entsprechende Abweichung in Prozentpunkten.

Reformen innerhalb eines Zweijahreszeitraums schrittweise in Form einer hypothetischen dauerhaften Verringerung des Preisaufschlags im Sektor nicht handelbarer Güter sowie des in der gesamten Volkswirtschaft geltenden Lohnaufschlags um 10 Prozentpunkte bzw. 7,5 Prozentpunkte umgesetzt. Das spezifische Ausmaß der Schocks führt dazu, dass beide Reformarten auf lange Sicht etwa gleich stark auf das BIP wirken. Die Ergebnisse der Simulation werden in der Abbildung verdeutlicht.

**Die einseitige Durchführung einer Reform im Dienstleistungssektor kann für einige Komponenten des BIP wie die Konsumausgaben mit wirtschaftlichen Übergangskosten verbunden sein, während die Investitionen in der kurzen Frist zunehmen.** Im Benchmark-Szenario führt die Reform zu einer zeitlich verzögerten Belebung der inländischen Produktion sowie einem kurzfristig erheblichen Nachlassen des Preisauftriebs. Nach dem positiven dauerhaften Schock auf der Angebotsseite erwarten die privaten Haushalte einen Rückgang der Dienstleistungspreise, was im Inland eine niedrigere Teuerung sowie einen höheren realen Zinssatz nach sich zieht. Infolgedessen verringern sich auf kurze Sicht die Konsumausgaben. Die Unternehmen hingegen erwarten für die Zukunft eine längerfristig höhere Produktion, sodass sie ihre Investitionen ausweiten und allmählich Kapital bilden. Dies wiederum erhöht ihren Bedarf an Arbeitskräften und damit das Reallohniveau. Insgesamt steigt mit der nachlassenden Binnennachfrage zunächst auch der Außenhandelsaldo. Mittelfristig bleibt er unterhalb seines Gleichgewichtsniveaus, da die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zunimmt. Mit der Zeit sinkt der reale Wechselkurs der Landeswährung, um das gestiegene Angebot aufzufangen.

**Bei einer koordinierten Reformumsetzung kommen die Vorteile der Reformen dank positiver grenzüberschreitender Folgewirkungen und einer stärkeren Anpassung des nominalen Euro-Wechselkurses zu einem früheren Zeitpunkt zum Tragen.** In dem Szenario mit euroraumweiten Reformen geht von den koordinierten Maßnahmen eine stützende Wirkung auf die Binnenproduktion aus, da die Wirtschaft nun im gesamten Euro-Währungsgebiet im gleichen Tempo wächst. Dieser Zugewinn an Wirtschaftsaktivität, dessen Haupttriebfeder (aufgrund deutlich schneller zunehmender Exporte) der Außenhandel ist, macht den Abwärtsdruck auf die Teuerungsrate zunichte und resultiert in einer günstigeren Entwicklung des binnenwirtschaftlichen realen Zinssatzes. Infolgedessen nimmt im Vergleich zum Benchmark-Szenario auch der inländische Konsum weniger stark ab. In der kurzen Frist führt dieser Rückgang der Konsumausgaben im Verbund mit der Ausweitung der Exporte zunächst zu einem Außenhandelsüberschuss, wenngleich dieser aufgrund der euroraumweiten Umsetzung der Reformen geringer als im Benchmark-Szenario ausfällt. Sobald die Reformen allmählich ihre Wirkung entfalten und die aggregierte Nachfrage im Eurogebiet anzieht, sinkt der Außenhandelsaldo auf einen Stand unterhalb seines Gleichgewichtsniveaus und sorgt für einen beschleunigten Rückgang des realen Wechselkurses. Auf lange Sicht werden die grenzüberschreitenden Folgewirkungen als positiv, wenngleich recht begrenzt eingeschätzt. Damit entspricht der langfristige binnenwirtschaftliche Effekt einer gleichzeitigen Durchführung von Reformen in allen Euro-Ländern in etwa dem Ergebnis des Benchmark-Szenarios.

**Die Umsetzung einer Reform des Dienstleistungssektors bei gleichzeitiger Reform des Arbeitsmarkts ermöglicht ein rascheres und ausgewogeneres Wirtschaftswachstum.** Eine Kombination dieser beiden Reformarten bewirkt eine deutliche Konjunkturbelebung bei anhaltend starkem Nachlassen des Preisauftriebs. Durch die Erhöhung des Arbeitskräfteangebots infolge der Arbeitsmarktreform sinkt das Lohnniveau. Der höhere reale Zinssatz im Inland schwächt zunächst die Binnennachfrage, während die Produktion im ersten Jahr zunimmt. Gleichzeitig steigert der Wettbewerb am Arbeitsmarkt das Arbeitskräfteangebot und führt zu einer Abnahme der

Reallöhne. Dies schafft einen Anreiz für Unternehmen im Sektor der nicht handelbaren wie auch der handelbaren Güter, mehr Arbeitskräfte nachzufragen. Im Ergebnis steigt die Beschäftigung und leistet somit auf mittlere Sicht einen positiven Beitrag zur Binnennachfrage. Die Exportwirtschaft des Reformlandes legt deutlich zu, wofür die hohen Zugewinne an Wettbewerbsfähigkeit und starke positive Übertragungseffekte für den übrigen Euroraum ausschlaggebend sind. Im Vergleich zum Benchmark-Szenario verschlechtern sich aufgrund der niedrigeren Preise für handelbare Güter die Terms of Trade. Die Importnachfrage erhöht sich analog zum steigenden binnenwirtschaftlichen Einkommen. Folglich ist hier gegenüber dem Benchmark-Szenario für die kurze Frist eine geringere Verbesserung des Außenhandelsaldos zu beobachten, während der langfristige makroökonomische Effekt deutlich stärker ausfällt. Eine nennenswerte Ausnahme hierbei bildet das Wachstum der Reallöhne, welches hinter jenem des Benchmark-Szenarios zurückbleibt. Der Effekt auf das BIP ist doppelt so stark wie im Benchmark-Szenario. Ausschlaggebend hierfür ist in erster Linie die Arbeitsmarktreform, von der eine verhältnismäßig größere Wirkung auf Konsum, Beschäftigung und Außenhandelsströme ausgeht.

## 1.2 GESTALTUNGSMERKMALE DER UMSETZUNG VON STRUKTUREREFORMEN

**Wenn Reformen gezielt ausgerichtet und umgesetzt werden, können etwaige kurzfristige Kosten von den kurzfristigen Vorteilen deutlich überwogen werden; auf längere Sicht sind die Auswirkungen positiv.** Reformen an den Arbeitsmärkten und im Dienstleistungssektor können mit Übergangskosten verbunden sein, da sie den zeitweiligen Rückgang einiger BIP-Komponenten (z. B. der Konsumausgaben) bewirken können. So können Maßnahmen zur Stärkung des Wettbewerbs an den Gütermärkten den Marktaustritt etablierter Unternehmen zur Folge haben, was wiederum vorübergehend den privaten Verbrauch und die Produktion dämpfen und die Arbeitslosigkeit in dem betroffenen Sektor erhöhen könnte. Mit dem Markteintritt neuer Unternehmen und zunehmender Produktivität der gesamten Branche tendieren Betriebe jedoch dazu, Investitionen und Beschäftigung auszuweiten, sodass die Produktion ihr Ausgangsniveau übersteigt. Eine Erleichterung von Einstellungen und Kündigungen könnte gleichzeitig dazu führen, dass sich die Beschäftigung zwar unmittelbar nach der Reform kurzzeitig verringert, die Unternehmen aber eine raschere Umstrukturierung vornehmen können, was sich wiederum in einem Anstieg der Wettbewerbsfähigkeit und Investitionen und letztendlich der Beschäftigung niederschlägt.<sup>6</sup> Zudem können Erwartungen eines höheren Einkommens und eine rasche Reaktion der Finanzmärkte auf Reformen dazu führen, dass sich die erhofften positiven Auswirkungen auf das BIP-Wachstum früher als angenommen einstellen und die Übergangskosten mehr als ausgleichen.

**Koordinierte Arbeits- und Gütermarktreformen wirken sich in der Regel auf die Gesamtwirtschaft stärker aus als Einzelreformen (siehe Kasten 1).** Um diese Vorteile auszuschöpfen, sollten Güter- und Arbeitsmarktreformen einander ergänzen und nicht ersetzen. Mehreren Autoren zufolge führt eine Bündelung der Reformen zu schnelleren kurzfristigen Anpassungserfolgen; dadurch minimieren sich die kurzfristigen Kosten im Vergleich zur Einzelumsetzung der Reformmaßnahmen oder fallen ganz weg. Die von Anderson et al. aufgezeigten Auswirkungen veranschaulichen beispielhaft den allgemeinen Befund aus der Literatur. Abbildung 1 zeigt die

<sup>6</sup> Siehe A. Hobza und G. Mourre, Quantifying the potential macroeconomic effects of the Europe 2020 Strategy: stylised scenarios, European Economy - Economic Papers, Nr. 424, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), 2010, die die positive Dynamik für die EU aufzeigen, sowie D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan und D. Muir, Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth, in: Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, IWF, 2013, die die positive BIP-Entwicklung für den Euroraum in der kurzen Frist darstellen.

simulierte Wirkung möglicher in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets durchgeführter Reformen auf kurze und auf lange Sicht, indem vor allem Preis- und Lohnaufschläge verringert und die Arbeitsproduktivität erhöht werden. Die Simulationen ermitteln für jedes einzelne Land, welche Auswirkungen eine etwa 50 %-ige Schließung der Lücke gegenüber dem von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ermittelten Grenzfall bei der Arbeits- und Gütermarktpolitik hätte. Dabei wird deutlich, dass Reformen das Wachstum langfristig spürbar beleben könnten, wobei die Wirkung einer gebündelten (anstatt getrennten) Umsetzung von Güter- und Arbeitsmarktreformen größer ist. Zudem lassen sich die positiven Effekte auf das BIP bereits im ersten Reformjahr beobachten.

#### Wichtig ist die Reihenfolge, in der die Reformen durchgeführt werden.

Stellt man die Deregulierung der Gütermärkte voran, so lassen sich Beschäftigung und Reallöhne erhöhen, bevor

anschließend ergänzende Arbeitsmarktreformen durchgeführt werden.<sup>7</sup> Dabei zeitigt eine frühzeitigere Umsetzung von Reformen einigen Autoren zufolge sowohl kurz- als auch langfristig bessere Ergebnisse, da die Löhne und Preise rascher angepasst und die Belebung von Wirtschaftswachstum und Arbeitsmarkt schneller erreicht werden können als bei einer schrittweisen Umsetzung.<sup>8</sup>

**Die Wirksamkeit von Reformen scheint auch davon abzuhängen, wie stark die Märkte zuvor reguliert waren.** Je regulierter ein Markt ist, desto stärker wirken sich auf lange Sicht die Reformen aus. Einigen Autoren zufolge ist der Effekt von Reformen im Bereich nicht handelbarer Güter (Dienstleistungen) am größten, da hier der Wettbewerb relativ gering ist.<sup>9</sup>

#### Umstritten ist, ob sich die Phase des Konjunkturzyklus auf den Erfolg der Reformen auswirkt.

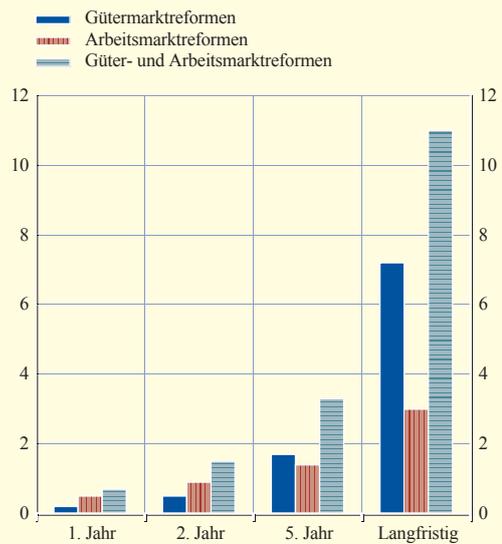
Einigen Studien zufolge könnte die Wirkung bestimmter Arbeitsmarktreformen in Zeiten einer schwachen Nachfrage geringer oder gar negativ sein, während andere Beiträge keine Belege für einen Einfluss der Konjunkturphasen auf den Reformenerfolg liefern.<sup>10</sup>

#### Vertrauenseffekte, die Strukturreformen unterstützen, werden vor allem vom Glaubwürdigkeitsgrad der Reformen beeinflusst.

Ist dieser nur gering, können Reformen nicht so stark wirken wie in einer Situation, in der Wirtschaftsakteure von Anfang an volles Vertrauen in das angekündigte Reformpaket haben. Anderson et al. demonstrieren, dass die Wachstumseffekte in der kürzeren

Abbildung 1 Simulierte Wirkung eines euroraumweiten Strukturreformpakets auf das BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(Abweichung von der Basislinie in %)



Quelle: Anderson et al.

7 Siehe beispielsweise O. Blanchard und F. Giavazzi, Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 118, Nr. 3, August 2003, S. 879-907.

8 Eine Erörterung hierzu findet sich in: O. J. Blanchard, K. A. Froot und J. D. Sachs (Hrsg.), The Transition in Eastern Europe, University of Chicago Press, 1994.

9 Siehe beispielsweise A. Everaert und W. Schule, Structural Reforms in the Euro Area: Economic Impact and Role of Synchronization across Markets and Countries, Working Paper Series des IWF, Nr. 06/137, 2006.

10 Siehe beispielsweise W. Tompson, The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries, OECD, 2009.

Frist schwächer sind, wenn das Reformpaket erst mit der Zeit an Glaubwürdigkeit gewinnt. Das bedeutet, dass Reformen stärker und rascher zum Tragen kommen und länger wirken können, wenn sie glaubwürdig sind.

**Strukturreformen lassen sich auch durchführen, wenn die Geldpolitik durch die Nullzinsgrenze eingeschränkt ist.** Der theoretischen Literatur zufolge steigt in der Regel mit der Umsetzung von Strukturreformen der reale Zinssatz, da sich diese dämpfend auf das Preisniveau auswirken. Kurzfristig kann dies zu einem Rückgang der privaten Konsumausgaben führen, weil vorausschauende Verbraucher ihren Konsum und ihr Sparverhalten entsprechend anpassen.<sup>11</sup> Den Modellen zufolge reagiert der reale Zinssatz tendenziell stärker, wenn die Nullzinsgrenze bindend ist, was den Zinskanal verstärkt. Andere Studien zeigen hingegen, dass starke Vertrauenseffekte und Investitionen, vor allem im Zusammenhang mit einer unmittelbar positiven Reaktion der Aktienmärkte in Erwartung reformbedingter Vorteile, eine stärkere Wirkung haben können als die Nullzinsgrenze.<sup>12</sup> Dabei gilt es zu beachten, dass der Geldpolitik selbst bei einer bindenden Nullzinsgrenze auch unkonventionelle Maßnahmen zur Verfügung stehen, um eine weitere geldpolitische Lockerung zu erzielen.

## 2 STRUKTURREFORMEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET WÄHREND DER KRISE

**Als Reaktion auf die Wirtschaftskrise und die Finanzmarkturbulenzen haben die Länder des Euroraums zahlreiche strukturelle Maßnahmen ergriffen.** Reformanstrengungen wurden in erster Linie in finanziell angeschlagenen Ländern unternommen (siehe Kasten 2), die hohe gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte und Anfälligkeiten aufwiesen. Die Maßnahmen erstreckten sich auf die Arbeits-, Güter- und Finanzmärkte bis hin zur Handels- und Finanzpolitik, um eine größere Flexibilität und Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften und letztlich ein höheres nachhaltiges Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen sicherzustellen.

### Kasten 2

#### AUSWIRKUNGEN VON STRUKTURREFORMEN IN FINANZIELL ANGESCHLAGENEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

**Seit der Finanzkrise haben die finanziell angeschlagenen Euro-Länder eine Reihe von Strukturreformen umgesetzt, deren erste Ergebnisse auf erhebliche Produktionszugewinne schließen lassen.** Im vorliegenden Kasten sollen die möglichen quantitativen Effekte von Strukturreformen auf makroökonomische Schlüsselgrößen in einer ausgewählten Gruppe finanziell angeschlagener Länder des Euroraums näher beleuchtet werden.<sup>1</sup>

1 Der Gesamteffekt ist in den Daten bzw. den einschlägigen Modellen noch nicht zur Gänze erfasst. Eine weitere, in Bezug auf Krisenländer besonders relevante Einschränkung besteht darin, dass sich finanzpolitische Maßnahmen nur schwer von reinen Strukturmaßnahmen abgrenzen lassen, da diese oftmals gleichzeitig umgesetzt werden. Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen weisen die vorläufigen Ergebnisse darauf hin, dass Strukturreformen erhebliche Produktionsgewinne nach sich ziehen.

11 Siehe hierzu G. Eggertsson, A. Ferrero und A. Raffo, Can Structural Reforms Help Europe?, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 61, Elsevier, Januar 2014, S. 2-22.

12 Siehe J. Fernández-Villaverde, Discussion of "Can Structural Reforms Help Europe?" by Gauti Eggertsson, Andrea Ferrero and Andrea Raffo, in: Journal of Monetary Economics, Elsevier, 2013; aktuellere Ergebnisse finden sich in: L. Vogel, Structural reforms at the zero bound?, European Economy - Economic Papers, Nr. 537, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), November 2014.

**In Griechenland wurde eine Reihe struktureller Reformen durchgeführt.** Einer Schätzung des IWF<sup>2</sup> zufolge könnten die Maßnahmen, die die gegenüber den Güter- und Arbeitsmärkten des übrigen Eurogebiets bestehenden Lücken etwa zur Hälfte schließen – was Griechenland nach Maßgabe der Veränderung der verbesserten OECD-Indikatoren für die Gütermarktregulierung und die Stärke des Kündigungsschutzes während der Krise offenbar erreicht hat –, das reale BIP nach fünf Jahren um rund 4 % und langfristig um rund 10 % steigern. Eine Studie der griechischen Foundation for Economic & Industrial Research<sup>3</sup>, die auch das Global Integrated Monetary and Fiscal-Modell heranzieht, kommt für die lange Frist zu ähnlich signifikanten Effekten für Produktion, Beschäftigung, Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit.

**In Irland stützt ein breites Spektrum struktureller Reformen die wirtschaftliche Erholung.** So schätzt der Irish Government Economic and Evaluation Service<sup>4</sup>, dass die in den Bereichen Steuerpolitik, Zugang zu Finanzierung, Wettbewerbspolitik, Wettbewerbsfähigkeit der Löhne, Arbeitsmarktaktivierung und Humankapital durchgeführten Reformen bis zum Jahr 2020 gegenüber der Basisprognose eine dauerhafte Erhöhung des BIP um 1,3 % sowie 26 000 zusätzliche Arbeitsplätze entstehen lassen könnten.

**In Italien kommt es entscheidend darauf an, weitere Reformen zu ergreifen, um das Potenzialwachstum zu steigern.** Zu den möglichen Auswirkungen weiterer Strukturreformen liegen mehrere Studien<sup>5</sup> vor. Führte Italien den optimalen Vorgehensweisen entsprechend tief greifende Reformen des Arbeits- und des Gütermarkts durch, könnte das BIP langfristig um mehr als 10 % wachsen. Diese Zuwachsrate ließe sich durch eine zeitgleiche Umsetzung der Reformen noch steigern.

**In Portugal haben die 2009-2013 durchgeführten Reformen bereits die Produktivität und das Potenzialwachstum ansteigen lassen.** Schätzungen der OECD<sup>6</sup> zufolge wird die reformbedingte Zuwachsrate dieser Variablen im Jahr 2020 bei 3,5 % liegen. Weitere Untersuchungen der OECD haben ergeben, dass Portugal bis 2020 einen zusätzlichen Anstieg des BIP von 5,5 % erzielen könnte, wenn das Land in diversen Bereichen der Gütermarktregulierung die optimalen Verfahrensweisen des Kreises der OECD-Länder befolgen würde.<sup>7</sup>

**In Spanien scheinen die meisten Ergebnisse auf die Arbeitsmarktreform des Jahres 2012 zurückzuführen sein.** So zeigt eine Studie der OECD<sup>8</sup>, dass bis zum zweiten Quartal 2013 der beobachtete Rückgang der Lohnstückkosten zur Hälfte dieser Reform zuzuschreiben ist, die im gleichen Zeitraum pro Monat auch mindestens 25 000 neue unbefristete Arbeitsverhältnisse im Kleinunternehmenssektor entstehen ließ. Die Arbeitsmarktreform beinhaltete im Wesentlichen den Übergang zu Tarifverhandlungen auf Unternehmensebene und Änderungen des Kündigungsschutzes. In diesem Zusammenhang deutet eine gesonderte Analyse der Banco de España<sup>9</sup> darauf hin, dass die Restgrößen einer Regression der Löhne auf Preise, Arbeitslosigkeit und Produktivität seit 2008 zurückgehen. Dies legt den Schluss nahe, dass sich die in diesem Zeitraum durchgeführten

2 IWF, Länderbericht Nr. 13/155, Juni 2013.

3 Foundation for Economic & Industrial Research, Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece, 2014.

4 Irish Government Economic and Evaluation Service, Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland, Working Paper, Juli 2014.

5 Zu einer Zusammenfassung der Studien zu den Effekten von Strukturreformen auf die Wirtschaft Italiens siehe OECD, Economic Surveys: Italy 2013, 2013.

6 OECD, Portugal: Reforming the State to promote growth, Better Policies Series, Mai 2013.

7 OECD, Portugal: Deepening structural reform to support growth and competitiveness, Better Policies Series, Juli 2014.

8 OECD, The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment, Juni 2014.

9 M. Izquierdo, A. Lacuesta und S. Puente, The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market, Economic Bulletin, Banco de España, September 2013.

Arbeitsmarktreflexionen möglicherweise auch in einer Lohnzurückhaltung niederschlagen, die über das von Produktivität, Preis- und Konjunkturentwicklung bestimmte Maß hinausgeht.

**Signifikante Zugewinne für Krisenländer des Eurogebiets haben sich auch aus Gütermarktreflexionen ergeben.** Die Europäische Kommission schätzt, dass die Dienstleistungsrichtlinie der EU sowie die bis Mitte 2013 durchgeführten Reformen des Geschäftsumfelds die Arbeitsproduktivität in den von der Richtlinie betroffenen Sektoren Portugals, Spaniens, Italiens und Griechenlands um rund 4,3 %, 5,7 %, 7 % bzw. knapp 9 % ansteigen ließen.<sup>10</sup>

10 Siehe Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece, European Economy, 5/2014, sowie J. Varga, R. Werner und in 't Veld, J., Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal, European Economy - Economic Papers, Nr. 511, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), Dezember 2013. Hierin werden Bildungs- und Steuerreflexionen als die vielversprechendsten Bereiche für Strukturreflexionen herausgearbeitet, und es findet sich eine Bestätigung der mittel- bis langfristigen, signifikanten wirtschaftlichen Zugewinne, die auf Strukturreflexionen zurückgehen.

**Eine Reihe von Ländern haben Arbeitsmarktreflexionen vorgenommen, um die Flexibilität an den Arbeitsmärkten zu erhöhen und die Beschäftigung zu steigern.** Dabei wurde durch die Kürzung von Abfindungen, Erleichterung der Kündigung unbefristeter Verträge, Vereinfachung von Regelungen zur außergerichtlichen Streitbeilegung bei Arbeitskonflikten und die Verkürzung von Arbeitsgerichtsverfahren die Arbeitsmarktflexibilität erhöht. Allerdings wurde in Ländern mit einem besonders stark segmentierten Arbeitsmarkt und daraus abzuleitenden Produktivitätseinbußen die Lockerung des übermäßigen Kündigungsschutzes für unbefristete Beschäftigungsverhältnisse oftmals durch strengere Kriterien für den Abschluss befristeter Arbeitsverträge flankiert. Mehrere Länder haben Maßnahmen zur Verringerung des Steuer- und Abgabenkeils ergriffen sowie Anstrengungen zur Überarbeitung der Lohnsetzungsmechanismen unternommen, sodass unternehmensspezifische Tarifverträge gegenüber Flächentarifverträgen an Bedeutung gewinnen.

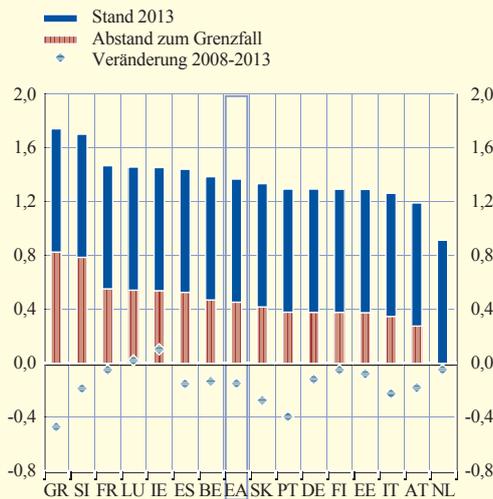
**Ferner wurden auch Rentenreflexionen zur Schaffung nachhaltigerer Alterssicherungssysteme und zur Erweiterung des Arbeitskräfteangebots unternommen.** Im Wesentlichen umfasste dies die Anhebung des gesetzlichen Renteneintrittsalters und die Reduzierung der Versorgungsleistungen, um die Tragfähigkeit der Alterssicherungssysteme zu verbessern und gleichzeitig das Arbeitsangebot und damit das Potenzialwachstum zu steigern.<sup>13</sup>

**An den Gütermärkten wurden ebenfalls spürbare Reformfortschritte verzeichnet.** In einigen Euro-Ländern wurden Maßnahmen zur Verringerung des Verwaltungsaufwands bei Existenzgründungen sowie zur Verbesserung des Zugangs von Unternehmen zu Finanzierungsmitteln und Stärkung des Wettbewerbs in geschützten Wirtschaftsbereichen ergriffen. In den Bereichen Energie, freiberufliche Dienstleistungen und Verkehr haben viele Länder ihre Markteintrittsregelungen überarbeitet. Eine Reihe von Gütermarktreflexionen wurden zudem im Rahmen der Stärkung des EU-Binnenmarkts angestoßen.

**Das Umsetzungstempo der Reflexionen hat sich trotz sichtbar werdender Belege für die positiven Effekte wichtiger, seit 2008 ergriffener Reflexionen zuletzt verlangsamt.** Die von der OECD berechneten Indikatoren für die Gütermarktregulierung und die Stärke des Kündigungsschutzes zeigen, dass die Umsetzung von Reflexionen vor allem in den finanziell angeschlagenen Ländern von 2008 bis 2013 ein bedeutendes Maß aufwies. Die Ergebnisse der bis 2013 durchgeführten

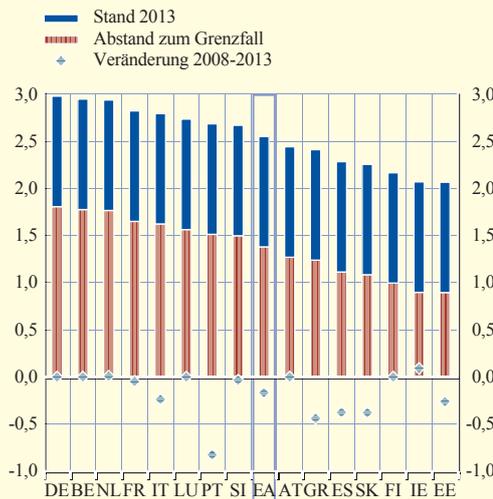
13 Siehe EZB, Die Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf die Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2014. Siehe auch EZB, Euro area labour markets and the crisis, Occasional Paper Series, Nr. 138, Oktober 2012; dort wird aufgezeigt, dass Rentenreflexionen zu einem Anstieg von Beschäftigung und Erwerbsbeteiligung führten.

Abbildung 2 Gütermarktregulierung



Quelle: OECD.  
 Anmerkung: Anordnung der Länder entsprechend ihrer Rangfolge im Jahr 2013. Betrachtet werden synthetische Indikatoren für die Regulierungsintensität der Gütermärkte (z. B. staatliche Kontrollen, Hemmnisse für Unternehmertätigkeit, Handel oder Investitionen). Ein höherer Wert zeigt eine stärkere Regulierung an. „Grenzfall“ bezieht sich auf das OECD-Land mit dem besten Ergebnis, hier: die Niederlande. Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet basierend auf den verfügbaren Angaben zu Euro-Ländern, die OECD-Mitgliedstaaten sind und für die entsprechende Daten vorliegen.

Abbildung 3 Kündigungsschutz



Quelle: OECD.  
 Anmerkung: Anordnung der Länder entsprechend ihrer Position im Jahr 2013. Betrachtet werden synthetische Indikatoren für die Regulierungsintensität der Arbeitsmärkte (z. B. Kündigungsfristen, Abfindungszahlungen, Abschluss befristeter Arbeitsverträge). Ein höherer Wert zeigt eine stärkere Regulierung an. „Grenzfall“ bezieht sich auf das OECD-Land mit dem besten Ergebnis, hier: die Vereinigten Staaten. Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet basierend auf den verfügbaren Angaben zu Euro-Ländern, die OECD-Mitgliedstaaten sind und für die entsprechende Daten vorliegen.

Reformmaßnahmen sind der Evidenz zufolge bereits in mehrfacher Hinsicht erkennbar. So wurden unter anderem ein Anstieg der Produktivität, eine Steigerung der Exportleistung und eine potenziell stärkere Reagibilität der Teuerung auf die Konjunktur verzeichnet (siehe Kasten 2 und 3). Allerdings hat sich das Reformtempo zuletzt abgeschwächt.

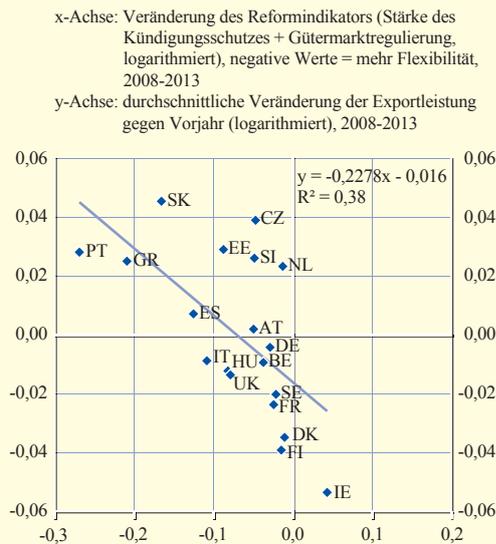
**Nach wie vor besteht noch erheblicher Spielraum für mögliche Reformen im Eurogebiet, wenngleich dieser je nach Land deutlich variiert.** An den Indikatoren für die Gütermarktregulierung und die Stärke des Kündigungsschutzes lassen sich beträchtliche Unterschiede zwischen den Euro-Ländern und ein weiterhin großer Abstand zum Grenzfall, dem OECD-Land mit der größten Flexibilität, ablesen (siehe Abbildung 2 und 3). Zwar erfassen die beiden Indikatoren nicht alle für die Regulierung möglicherweise relevanten Faktoren, sie liefern jedoch relativ gute Anhaltspunkte für Rigiditäten, die zwischen den Ländern abgeglichen werden können.

Kasten 3

ERSTE BELEGE FÜR DIE WIRKSAMKEIT VON STRUKTURENREFORMEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

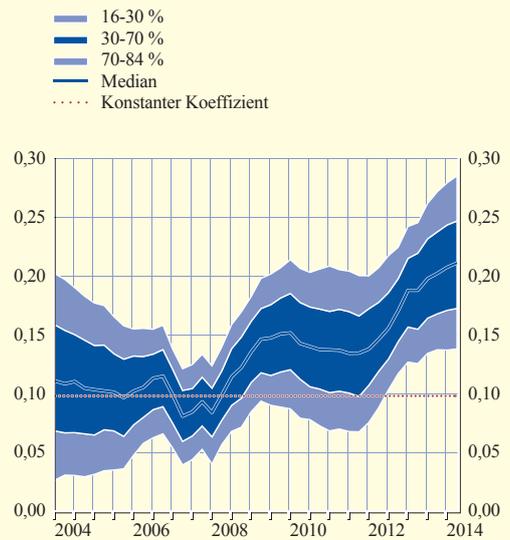
**Länder des Euroraums, die strukturelle Reformen durchgeführt haben, scheinen ihre Exportergebnisse verbessert zu haben.** Den Daten für den Zeitraum 2008-2013 nach zu urteilen weisen diese Länder tendenziell bessere „fundamentale“ Exporterfolge auf als Staaten,

**Abbildung A Strukturereformen und Exportleistung**



Quellen: OECD, Gaulier et al. (2015) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Signifikanz des Kurvenparameters bei 5 %.

**Abbildung B Zeitvariable Schätzungen zum Verlauf der Phillips-Kurve<sup>1)</sup>**



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
1) Die Phillips-Kurve setzt mittelwertbereinigte, annualisierte vierteljährliche Wachstumsraten des (saisonbereinigten) HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie zu seinen Wachstumsraten der beiden Vorquartale und der entsprechenden Wachstumsrate der Produktionslücke gegenüber dem Vorquartal in Beziehung. Die Koeffizienten und der Logarithmus der Fehlervarianzen ergeben sich als Random-Walk-Prognosen ohne Drift und werden nach Bayes'schen Verfahren geschätzt. Der Kurvenverlauf stellt den Koeffizienten der Produktionslücke dar. „Konstanter Koeffizient“ bezieht sich auf die Schätzungen eines konstanten Koeffizientenmodells auf Basis der Stichprobe des Zeitraums 1996-2014.

die im Betrachtungszeitraum weniger Reformen umgesetzt haben.<sup>1</sup> Besonders gut ersichtlich ist dies aus der starken positiven Korrelation zwischen der zugrunde liegenden Exportleistung und Strukturereformen, wobei Letztere anhand der Veränderung der OECD-Indikatoren für die Stärke des Kündigungsschutzes und die Gütermarktregulierung gemessen werden (siehe Abbildung A). Die Messgröße für die Exportleistung basiert auf Gaulier et al.<sup>2</sup> Sie lässt die Veränderung der Exportanteile, die der Spezialisierung auf rasch wachsende Regionen oder Sektoren geschuldet ist, außer Acht und erfasst folglich die fundamentalen Exportergebnisse, die durch die Entwicklung der preislichen wie auch der preisunabhängigen Wettbewerbsfähigkeit bestimmt werden – die Hauptkanäle, über die sich Strukturereformen auf die Exporte auswirken. Auf dem EAGLE-Modell beruhende Simulationen zu den in einem kleinen Land des Euroraums durchgeführten – als allmähliche Abnahmen der Preis- und Lohnaufschläge abgebildeten – Güter- und Arbeitsmarktreforemen stützen die in Abbildung A dargestellten empirischen Ergebnisse (siehe Kasten 1).<sup>3</sup>

1 Hierbei gilt es zwei wichtige Einschränkungen zu beachten. Zum einen liegt die Untersuchung nur für die Warenausfuhr vor. Trotz des hierdurch begrenzten Umfangs der Analyse gibt es keinen Grund zu der Annahme, dass Strukturereformen signifikant unterschiedliche Auswirkungen auf Warenhandel und Dienstleistungsverkehr haben. Zum anderen beruht die Messung der Exportleistung lediglich auf der intensiven Handelsspanne.  
2 G. Gaulier, G. Santoni, D. Taglioni und S. Zignago, In the wake of the global crisis: evidence from a new quarterly database of export competitiveness, Policy Research Working Paper Series der Weltbank, Nr. 6733, 2013.  
3 Siehe EZB, Stand der Anpassungen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Mai 2013.

**Strukturreformen könnten sich auch auf die Inflationsentwicklung im Eurogebiet ausgewirkt haben.** Zu einem solchen Effekt kann es durch die höhere Flexibilität von Preisen und Löhnen kommen, die dazu führt, dass der Preisauftrieb stärker auf die Wirtschaftsaktivität reagiert. Dies steht in Einklang mit den empirischen Ergebnissen eines in den letzten Jahren steileren Verlaufs der für den Euroraum geschätzten Phillips-Kurve (siehe Abbildung B). Überdies weist eine Untersuchung der Lohnentwicklung mit zunehmender Krisendauer auf eine steigende Reagibilität der Löhne gegenüber der Arbeitslosigkeit hin, woraus sich möglicherweise schließen lässt, dass die Arbeitsmarktreformen in einigen Euro-Ländern allmählich eine höhere Lohnflexibilität bewirken.<sup>4,5</sup>

4 Rigiditäten der Nominallöhne scheinen mit zunehmender Krisendauer nachgelassen zu haben. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die jüngsten Arbeitsmarktreformen einen Abwärtsdruck auf die Löhne ausüben (siehe EZB, Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets, Occasional Paper Series, Nr. 159, Februar 2015).  
 5 Die Schätzung einer Phillips-Kurve in reduzierter Form ist mit mehreren Einschränkungen verbunden. Da es keine einheitliche Funktionsform dieser Kurve gibt, könnten die Ergebnisse je nach der gewählten Spezifikation und Schätzmethode voneinander abweichen.

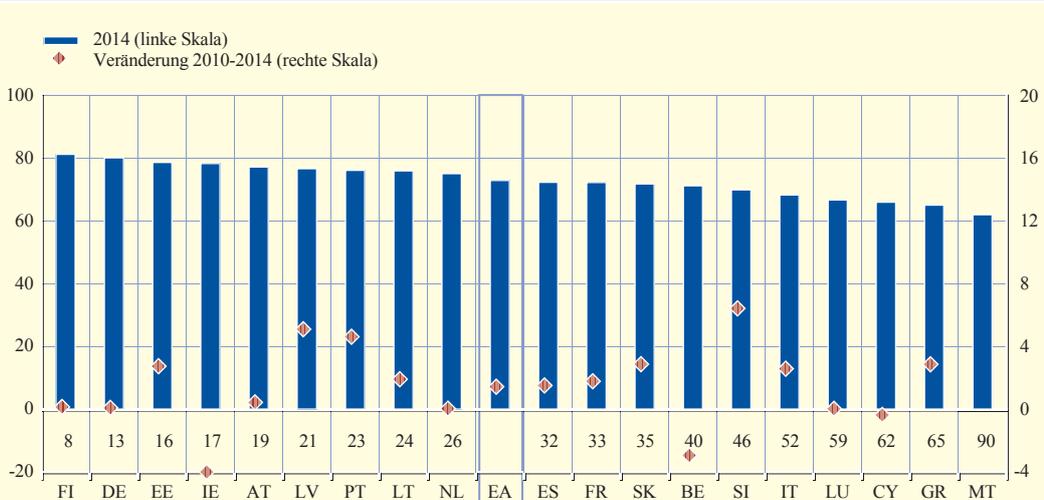
### 3 WEITERER REFORMBEDARF IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

**Die Länder des Euro-Währungsgebiets sollten Strukturreformen eine hohe Priorität beimessen.**

Weitere Reformen würden nicht nur den Ländern selbst Vorteile bringen, sondern auch die Konjunktur des Euroraums stützen und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus stärken.

**Von elementarer Bedeutung sind dabei Reformen, die direkt auf die Beseitigung von Engpässen und Markteintrittsbarrieren abzielen, um bessere Rahmenbedingungen für Unternehmen zu schaffen.** Abbildung 4 weist für die meisten Euro-Länder ein nach wie vor schwieriges Geschäftsumfeld aus, das erheblich verbessert werden könnte. So ist der Abstand mehrerer Staaten zum Grenzfall und zu den weltweit führenden Ländern diesbezüglich weiterhin groß. Lediglich

Abbildung 4 Abstand zum Grenzfall im Ease-of-Doing-Business-Index der Weltbank



Quelle: Weltbank.  
 Anmerkung: Anordnung der Länder entsprechend ihrem Abstand zum Grenzfall im Jahr 2014. Anhand des Wertes für 2014 ist die Lücke zwischen dem Abschneiden eines bestimmten Landes und der optimalen Verfahrensweise abzulesen. Null steht für die geringste Entwicklung und 100 für den Grenzfall (gemessen an dem Land mit dem besten Ergebnis). Für Malta sind keine Daten für die Zeit vor 2013 verfügbar. EA spiegelt den einfachen Durchschnitt der Länder des Euro-Währungsgebiets wider. Die Werte auf der x-Achse geben die Position eines Landes im Ease-of-Doing-Business-Gesamtindex 2014 an.

ein Land des Eurogebiets befindet sich unter den besten zehn Staaten. Geringere Kosten im Zusammenhang mit Unternehmensgründungen und niedrigere regulatorische Markteintrittsbarrieren würden die Rahmenbedingungen für Unternehmen erheblich verbessern.

**An den Arbeitsmärkten sind weitere Reformen notwendig.** Diese sollten den raschen Wechsel von Arbeitnehmern in neue Sektoren und Beschäftigungsmöglichkeiten erleichtern und gleichzeitig die Dauer der Arbeitslosigkeit sowie die strukturelle Arbeitslosigkeit verringern. Die Maßnahmen sollten Firmentarifverträge ermöglichen (um lokalen Arbeitsmarktbedingungen und der Produktivitätsentwicklung besser Rechnung zu tragen), eine größere Lohndifferenzierung der Arbeitskräfte untereinander und zwischen Sektoren bieten, Rigiditäten bei der Beschäftigungsanpassung und die Spaltung am Arbeitsmarkt verringern und die Arbeitsmobilität in und zwischen den Ländern des Euroraums erhöhen, um zu einer Verringerung des strukturellen Mismatches am Arbeitsmarkt beizutragen. Diesem Mismatch wird auch abgeholfen, wenn Erwerbspersonen ihre Qualifikationen durch berufsspezifischere Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen oder bei Arbeitslosigkeit im Rahmen wirksamer aktiver Arbeitsmarktprogramme ausbauen können.

**Weitere Reformen an den Gütermärkten würden das Potenzialwachstum im Euro-Währungsgebiet erhöhen und zu einer rascheren Reallokation von Ressourcen und Beschäftigung zu produktiveren Sektoren beitragen.** Weitergehende Maßnahmen, so auch die Liberalisierung der freien Berufe, sind wichtig, um den übermäßigen Verwaltungsaufwand zu verringern und um Marktsignale zu generieren, die für eine erfolgreiche Reallokation und Umstrukturierung der Volkswirtschaft des Euroraums erforderlich sind. Im Dienstleistungssektor wurden bereits EU-weite Initiativen in die Wege geleitet. Dennoch besteht nach wie vor erheblicher Spielraum für weitere Reformen zur Stärkung von Wettbewerb und Produktivität.<sup>14</sup>

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

**Strukturreformen können das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet sowohl kurz- als auch längerfristig ankurbeln.** Werden sie angemessen ausgestaltet und glaubwürdig sowie umsichtig durchgeführt, können sie etwaige kurzfristige negative Effekte auf bestimmte Komponenten des BIP minimieren bzw. aufheben und die sich längerfristig entfaltende positive Wirkung verstärken. Die Glaubwürdigkeit der Ausgestaltung und Umsetzung der Reformen spielt insofern eine Schlüsselrolle, als sie die Vertrauenseffekte verstärkt und die günstigen Effekte der Maßnahmen durch die Erwartung höherer Einkommen und durch positive Finanzmarktreaktionen möglichst frühzeitig eintreten lässt.

**Auf Länderebene bedarf es weiterer Reformen, damit das Potenzialwachstum in der Währungsunion stimuliert und gestärkt wird.** Trotz der deutlichen Fortschritte der letzten Jahre gibt es im gesamten Euroraum noch erheblichen Spielraum für zusätzliche Strukturreformen, die auch dringend erforderlich sind und vor allem Staaten mit vergleichsweise starken Rigiditäten zugutekämen. Auch wenn Reformen in erster Linie eindeutig im Interesse des betreffenden Landes liegen, erleichtern sie auch das reibungslose Funktionieren der Währungsunion insgesamt, da sie die Flexibilität und Widerstandsfähigkeit des Euroraums gegenüber makroökonomischen Schocks erhöhen und zugleich die Restrukturierung von Volkswirtschaften erleichtern.

<sup>14</sup> Siehe beispielsweise J. Monteagudo, A. Rukowski und D. Lorenzani, The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation, European Economy - Economic Papers, Nr. 456, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), Juni 2012, oder E. Fernández-Corugedo und E. Pérez-Ruiz, The EU Services Directive: Gains from Further Liberalization, Working Paper Series des IWF, Nr. 14/113, 2014.

# NEUE ERKENNTNISSE ZUR HALTERSTRUKTUR VON WERTPAPIERBESTÄNDEN

*Die Finanzkrise 2008-2009 machte deutlich, dass granulare Informationen zu den Beständen einzelner Wertpapiere dringend vonnöten sind. Im vorliegenden Aufsatz werden neue Statistiken vorgestellt, und zwar die Statistiken über Wertpapierbestände, deren Daten seit Anfang 2014 vom Europäischen System der Zentralbanken erhoben werden und die in beträchtlichem Maße dazu beitragen, die Informationslücke bei den Wertpapierbeständen innerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie bei der Verteilung der Bestände zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt zu schließen. Da die Daten im Rahmen eines Wertpapier-für-Wertpapier-Berichtssystems gemeldet werden, ergibt sich eine ganze Reihe neuer Aufschlüsselungsmöglichkeiten. In diesem Beitrag werden Umfang, Inhalt und Abdeckungsgrad der neuen Statistik erläutert. Überdies werden anhand einiger konkreter Beispiele der Mehrwert der neuen Daten und deren potenzielle künftige Nutzungsmöglichkeiten beschrieben.*

## I EINLEITUNG

**Nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 verfügten die politischen Entscheidungsträger, darunter auch die Zentralbanken, nur über sehr wenige Informationen zu den Haltern der gefährdeten Wertpapiere.** So enthielten die meisten der zum damaligen Zeitpunkt verfügbaren offiziellen Statistiken lediglich aggregierte Angaben, wodurch es schwierig war, das Engagement von Marktteilnehmern bzw. Sektoren gegenüber einem bestimmten Emittenten oder das Ausmaß der Ansteckungsgefahr, die sich aus einem derartigen Ereignis ergeben könnte, festzustellen.<sup>1</sup>

**Diese und ähnliche Situationen, in denen fehlende detaillierte Daten ein rasches Handeln verhinderten, unterstrichen die Notwendigkeit der Verfügbarkeit hochgranularer Informationen zu den Wertpapierbeständen.** Hierdurch wurden auch die Vorbereitungsarbeiten des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zur Entwicklung neuer Statistiken, mit denen diese Informationslücke geschlossen werden sollte, vorangetrieben.<sup>2</sup> Diese Arbeiten fanden in zwei Rechtstexten<sup>3</sup> Eingang, die eine solide rechtliche Grundlage für die Erhebung eines umfassenden Datensatzes zum Wertpapierbestand im Eurogebiet bilden. Die eigentliche Datenerhebung für die neuen Statistiken über Wertpapierbestände (Securities Holdings Statistics – SHS) begann Anfang des Jahres 2014, wobei sich die ersten Angaben auf die Bestände Ende Dezember 2013 beziehen.

**Die weiteren Abschnitte dieses Aufsatzes sind wie folgt gegliedert:** In Abschnitt 2 wird die Erfassung der SHS-Daten sowie deren Umfang, Inhalt und Abdeckungsgrad erläutert. Abschnitt 3 veranschaulicht anhand einiger Beispiele die mögliche Verwendung dieser Daten. Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 DIE WICHTIGSTEN MERKMALE DER STATISTIKEN ÜBER WERTPAPIERBESTÄNDE

**Die SHS-Daten werden seit dem vierten Quartal 2013 vierteljährlich erfasst und decken die beiden wichtigsten Wertpapierarten ab, nämlich Schuldverschreibungen sowie Aktien und Investmentfondsanteile.** Die Daten zeichnen sich vor allem dadurch aus, dass die Informationen

<sup>1</sup> Siehe T. Harford, Let's have some real-time economics, Financial Times, 7. März 2014.

<sup>2</sup> Siehe P. Sola und F. Stobbe, Addressing data gaps revealed by the financial crisis: European Central Bank statistics on holdings of securities, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, IFC Bulletin, Nr. 34: Proceedings of the IFC Conference on "Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis", Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, August 2010.

<sup>3</sup> Verordnung der Europäischen Zentralbank vom 17. Oktober 2012 über die Statistiken über Wertpapierbestände (EZB/2012/24) sowie Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 22. März 2013 über die Statistiken über Wertpapierbestände (EZB/2013/7).

zu den Beständen auf Ebene der einzelnen Wertpapiere gemeldet werden, d. h. auf Basis eines Wertpapier-für-Wertpapier-Berichtssystems.

## 2.1 DATENERHEBUNG

### **Die Erfassung von Daten zu den Wertpapierbeständen auf Einzelwertpapierbasis hat in den vergangenen Jahren aufgrund ihrer Vorteile zunehmend Verbreitung gefunden.<sup>4</sup>**

Vor Einführung der Datenerhebung auf Einzelwertpapierbasis mussten die Berichtspflichtigen die Angaben vor der eigentlichen Meldung gemäß den von der Statistikbehörde festgelegten Aufschlüsselungen aggregieren (das sogenannte Aggregationsverfahren). Bei diesem Verfahren müssen zum einen die Berichtspflichtigen mit den statistischen Codes vertraut sein und sie für die Aggregation der Daten anwenden können. Zum anderen müssen die für die statistische Aufbereitung Zuständigen sicherstellen, dass sämtliche Meldepflichtigen die Aggregation und die statistischen Standards einheitlich (und damit in harmonisierter Form) umsetzen. Sind zudem etwaige Änderungen erforderlich, müssen alle Berichtspflichtigen ihre Systeme entsprechend anpassen.

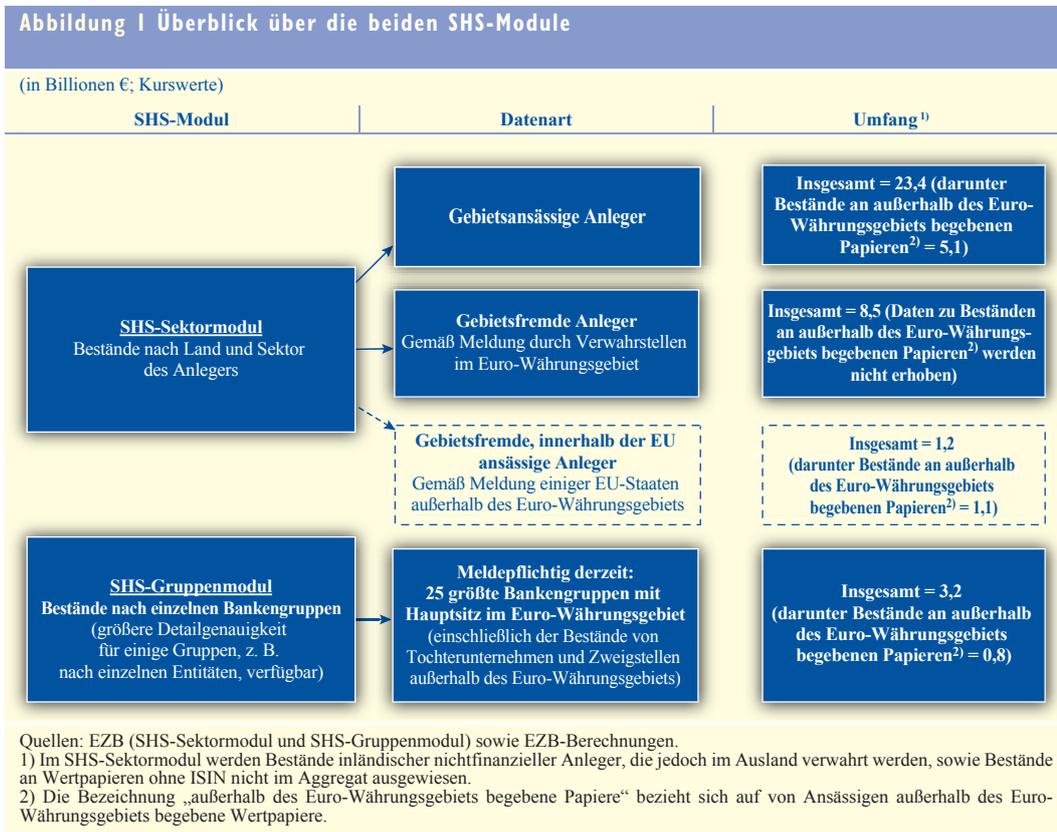
### **Bei der Meldung von Einzelwertpapierdaten entfällt der Schritt der Aggregation durch die Berichtspflichtigen.**

Die Berichtspflichtigen haben lediglich einige wesentliche Angaben zu übermitteln, wie zum Beispiel die Internationale Wertpapier-Identifikationsnummer (International Securities Identification Number – ISIN), die an den Finanzmärkten weit verbreitet ist, und die entsprechenden Geldbeträge (Bestände bzw. Transaktionen). Die für die Statistik zuständige Stelle zieht dann die ISIN und die Stammdaten zu den Wertpapieren heran, um die benötigten Aggregate zentral zu ermitteln. Hierdurch wird eine harmonisierte Behandlung der Daten aller Meldepflichtigen gewährleistet, und die für die Aufbereitung der Statistik Zuständigen haben die Möglichkeit, die Datenqualität genau zu steuern. Überdies ermöglicht die Verfügbarkeit hochgranularer Daten die Ermittlung eines breiten Spektrums an Aufschlüsselungen – sogar rückwirkend, wenn dies notwendig ist –, ohne die berichtspflichtigen Institute zusätzlich zu belasten. Während hierdurch die Kosten für die Berichtspflichtigen reduziert werden, steigen sie für die Statistikbehörden aufgrund der Erhebung granularer Daten, der umfassenden Datenaufbereitung und der Stammdatenpflege an. Dennoch wiegen die zahlreichen Vorteile die Kosten mehr als auf. Insbesondere die jüngsten Fortschritte bei IT-Lösungen, IT-Infrastruktur und damit verknüpften Kommunikationskanälen haben zu einer erheblichen Vereinfachung einer derart breit angelegten Datenerhebung geführt.

## 2.2 UMFANG

**Das SHS-Projekt enthält zwei Datenmodule (das SHS-Sektormodul und das SHS-Gruppenmodul), die sich durch die Granularität der Angaben zu den Haltern der Wertpapiere unterscheiden** (siehe Abbildung 1). Das SHS-Sektormodul liefert aggregierte Angaben zu den Beständen der in den einzelnen Ländern ansässigen institutionellen Sektoren, während das SHS-Gruppenmodul zurzeit Informationen zu den Eigenbeständen der 25 größten Bankengruppen mit Hauptsitz im Euroraum bereitstellt (d. h. Angaben dazu, welcher Bankkonzern bzw. welcher Teil des Konzerns welche Wertpapiere von wem und in welchem Umfang hält).

<sup>4</sup> So basiert beispielsweise in den Vereinigten Staaten die Erhebung von Daten zu US-amerikanischen Wertpapieren in ausländischem Besitz und zu ausländischen Wertpapieren in amerikanischem Besitz im Rahmen des Treasury International Capital (TIC) System ebenfalls auf dieser Methode. Weitere Informationen zum TIC-Datensatz finden sich unter [www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx](http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx). Auch bei mehreren anderen, von der EZB veröffentlichten statistischen Zeitreihen (wie der Zahlungsbilanz- oder der Investmentfondsstatistik) wird die Methode angewendet. Die SHS-Datenbank hat jedoch ein Alleinstellungsmerkmal, da sie die einzige integrierte internationale Datenbank ist, die Einzelwertpapierdaten zu den Wertpapierbeständen enthält (d. h., sie umfasst Daten, die in einer Vielzahl von Ländern erhoben werden).



**Zudem umfasst das SHS-Sektormodul im Wesentlichen zwei unterschiedliche Datensätze:**

a) die Wertpapierbestände der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Anleger, wie beispielsweise der privaten Haushalte in Deutschland oder der monetären Finanzinstitute (MFIs)<sup>5</sup> in Frankreich, und b) die Bestände gebietsfremder Investoren an Wertpapieren des Euroraums, die bei gebietsansässigen Verwahrstellen hinterlegt sind, z. B. die Bestände US-amerikanischer Investoren an deutschen Wertpapieren, die in Luxemburg verwahrt werden. Darüber hinaus erheben auch die meisten EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums (genauer gesagt Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Ungarn, Polen und Rumänien) SHS-Sektordaten.

**Der Umfang der erfassten Bestände ist durchaus beachtlich, insbesondere im SHS-Sektormodul.**

Der Gesamtbestand der gebietsansässigen Anleger belief sich Ende Juni 2014<sup>6</sup> auf etwa 23,4 Billionen €, wobei hierunter der Bestand an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (rund 18,3 Billionen €) sowie jener an von Gebietsfremden begebenen Papieren (rund 5,1 Billionen €) fällt. Der Bestand der gebietsfremden Anleger, der von den Verwahrstellen im Euroraum gemeldet wurde, hat einen deutlich geringeren Umfang, nämlich etwa 8,5 Billionen €; er bezieht zudem nur auf die Bestände an von Gebietsansässigen begebenen Wertpapieren. Die von EU-Staaten außerhalb des Eurogebiets gemeldeten Daten

5 Im Rahmen des vorliegenden Aufsatzes umfasst der MFI-Sektor – soweit nicht anders angegeben – Kreditinstitute und Geldmarktfonds (ohne Zentralbanken).  
 6 Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die in diesem Aufsatz genannten Zahlen auf Ende Juni 2014.

umfassen Bestände in Höhe von rund 1,2 Billionen €. Im Folgenden stehen allerdings die Daten aus den Euro-Ländern im Mittelpunkt.<sup>7</sup>

**Die im SHS-Gruppenmodul erfassten Beträge sind wesentlich geringer.** Hierin enthalten sind Bestände im Umfang von rund 3,2 Billionen €, die von einem begrenzten Berichtskreis an großen Bankengruppen mit Hauptsitz im Eurogebiet (die 25 größten Bankengruppen (Stand: Ende zweites Quartal 2014)) gemeldet werden. Das SHS-Gruppenmodul umfasst die jeweiligen Wertpapierbestände der gesamten Gruppe, einschließlich der Tochterunternehmen und Zweigstellen mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets. In diesem Modul werden die Bestände an sowohl von Gebietsansässigen als auch von Gebietsfremden begebenen Wertpapieren erfasst (in Höhe von 2,4 Billionen € bzw. 0,8 Billionen €).

**Hervorzuheben ist, dass mithilfe der SHS-Daten in vielen Fällen seit langem bestehende statistische Lücken geschlossen werden können** (sogar auf aggregierter Basis), da die Informationen zuvor aus keiner anderen Datenquelle verfügbar waren. So liefert das SHS-Sektormodul auch Daten, die sich auf Bestände der nichtfinanziellen Sektoren in anderen Euro-Ländern beziehen und die von gebietsansässigen Verwahrstellen gemeldet werden (z. B. Bestände privater Haushalte in Deutschland, die bei Verwahrern in Luxemburg hinterlegt sind und damit auch durch diese gemeldet werden). Diese Bestände belaufen sich auf etwa 0,4 Billionen €.

## 2.3 INHALT

**Die Erhebung von Daten zu den Wertpapierbeständen auf hochgranularer Einzelwertpapierbasis ermöglicht es, die SHS-Daten mit anderen Datenbanken zu verknüpfen,** vor allem mit solchen, die Stammdaten zu einzelnen Wertpapieren enthalten, wobei in der Regel eine ISIN-Nummer als Identifikationselement herangezogen wird. Ein wesentlicher Bestandteil der Aufbereitung der SHS-Daten ist die Verknüpfung mit Informationen aus der zentralisierten Wertpapierdatenbank (Centralised Securities Database – CSDB)<sup>8</sup>; diese wird gemeinsam vom ESZB betrieben und ist eine multifunktionale Plattform, die Stammdaten (wie etwa Kurs, Name des Emittenten und ausstehender Betrag) zu derzeit mehr als sechs Millionen umlaufenden Schuldverschreibungen, Aktien und Investmentfondsanteilen bereithält.

**Infolgedessen enthalten die durch Informationen aus der CSDB ergänzten SHS-Daten eine hohe Anzahl an Attributen,** die beliebig miteinander kombinierbar sind, um unterschiedliche Aufgliederungen bzw. Aggregationen sowohl zu den Emittenten als auch den Haltern abzuleiten (in Tabelle 1 finden sich diesbezüglich einige der wichtigsten Attribute). So kann das SHS-Sektormodul zum Beispiel verwendet werden, um den Kurswert des Bestands an Schuldverschreibungen des MFI-Sektors in Frankreich zu ermitteln, die in drei Jahren fällig werden und von einem bestimmten nichtfinanziellen Institut begeben wurden.

## 2.4 ABDECKUNGSGRAD

**Die SHS-Daten werden regelmäßig mit ähnlichen Datenquellen abgeglichen, um sicherzustellen, dass sie eine hinreichend hohe Qualität und einen ebensolchen Abdeckungsgrad aufweisen.** Sie werden insbesondere anhand anderer EZB-Statistiken gegengeprüft, wie den Volkswirtschaftlichen

<sup>7</sup> Zwischen diesen beiden Datensätzen gibt es gewisse Überschneidungen. Der Anteil der von EU-Staaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets gemeldeten Bestände an Wertpapieren des Euroraums ist auch in den von den gebietsansässigen Verwahrstellen gesammelten Daten zu finden, wenngleich die sektorale Aufschlüsselung hier begrenzt ist.

<sup>8</sup> Nähere Angaben finden sich in der Publikation „The Centralised Securities Database in brief“ auf der Website der EZB.

Tabelle 1 Ausgewählte Attribute aus dem durch Informationen aus der CSDB ergänzten SHS-Datensatz

SHS-Datenerhebung		Stammdaten aus der CSDB	
Daten zu den Haltern Wer ist der Halter?	Wert der Bestände Wie hoch ist der Wert?	Daten zu den Wertpapieren Welche Papiere werden gehalten?	Daten zu den Emittenten Wer ist der Emittent?
SHS-Sektormodul <sup>1)</sup>	Kurs	Wertpapier-	Name/Code des Emittenten
– Sektor	Nominalwert	Identifikationsnummer (ISIN)	Sektor des Emittenten
– Land	Fiktive Ströme <sup>3)</sup>	Instrumentenklasse	Land des Emittenten
	Aufgelaufene Zinsen	Kurs	NACE-Klassifikation
		Fälligkeitsdatum	
		Marktkapitalisierung	
SHS-Gruppenmodul <sup>2)</sup>		Ausstehender Betrag	
– Einzelne Bankengruppen		Währung	
		Zulassung für Geschäfte des Eurosystems	

1) Informationen zu den Haltern sind nur auf aggregierter Ebene verfügbar (nach institutionellem Sektor bzw. nach Land), d. h. nicht nach einzelnen Haltern. Die wichtigsten verfügbaren Haltersektoren sind a) Kreditinstitute, b) Geldmarktfonds, c) Investmentfonds, d) finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften, e) Versicherungsgesellschaften, f) Altersvorsorgeeinrichtungen, g) sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften, h) Staat, i) nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, j) private Haushalte und k) private Organisationen ohne Erwerbszweck. Bei den Beständen gebietsfremder Anleger beschränkt sich die sektorale Aufschlüsselung auf a) Staat und Zentralbanken sowie b) sonstige Anleger.

2) Angaben zu den einzelnen Haltern (der Gruppe).

3) Die fiktiven Ströme beziehen sich auf die geschätzten Werte der Transaktionen (d. h., in ihnen kommen Änderungen der Positionen, bereinigt um Preis- und Wechselkurschwankungen sowie sonstige Veränderungen im Volumen aufgrund von Neuklassifizierungen, Berichtigungen usw., zum Ausdruck).

Gesamtrechnungen (VGR) für das Euro-Währungsgebiet, der MFI-Bilanzstatistik, der Statistik über Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen, der Statistik über Investmentfonds sowie der Statistik über Wertpapieremissionen; zudem werden sie mit den konsolidierten Bankendaten verglichen. Solch ein Abgleich und die anschließenden Untersuchungen liefern wertvolle Erkenntnisse zu den Gründen für mögliche Diskrepanzen, so auch zu potenziellen konzeptionellen und messtechnischen Unterschieden.

**In Kasten 1 werden die verschiedenen Aspekte genauer beleuchtet, die Ursache für Unterschiede zwischen den SHS-Daten und anderen verfügbaren Statistiken zu den Wertpapierbeständen sein können.** Dabei wird in erster Linie dargelegt, dass die SHS-Sektordaten zu den Beständen der gebietsansässigen Anleger eine bessere Qualität und einen höheren Abdeckungsgrad aufweisen (und auch detaillierter sind) als die Daten zu den Beständen gebietsfremder Investoren, die von den Verwahrstellen im Euroraum gemeldet werden. Hauptverantwortlich hierfür ist die Tatsache, dass die erstgenannten Daten häufig mittels direkter Meldungen durch die tatsächlichen Halter erfasst werden, wohingegen sich die letztgenannten Daten lediglich auf indirekte Meldungen der gebietsansässigen Verwahrstellen stützen, die vermutlich nur einen Teil des Gesamtbestands der Ansässigen außerhalb des Euroraums erfassen.

Kasten 1

**UNTERSCHIEDE ZWISCHEN DEN SHS-DATEN UND ANDEREN STATISTIKEN ZU DEN WERTPAPIERBESTÄNDEN**

**Werden die wichtigsten Aggregate aus den SHS-Daten mit anderen verfügbaren (aggregierten) Statistiken zu den Wertpapierbeständen abgeglichen, so sind dabei verschiedene Merkmale der SHS-Daten zu berücksichtigen.** Die SHS-Datenerfassung konzentriert sich auf Wertpapiere,

zu denen genaue Angaben (in stark standardisierter Form) vorliegen, d. h., die SHS-Daten umfassen Schuldverschreibungen, Investmentfondsanteile und börsennotierte Aktien (nicht börsennotierte Aktien bleiben unberücksichtigt). Überdies werden Daten zu Beständen an Wertpapieren ohne ISIN lediglich in einigen Ländern erhoben; bis zum Redaktionsschluss dieses Aufsatzes flossen sie noch nicht in die regulären SHS-Aggregate ein (die gemeldeten Summen belaufen sich auf knapp 1 Billion €, wobei es sich hierbei in erster Linie um von Investmentfonds begebene Papiere handelt).

**Entscheidender ist in diesem Fall aber einer der Hauptaspekte, der den Abdeckungsgrad und die Qualität der SHS-Daten beeinflusst, nämlich die Erhebungsmethode.** Hierbei geht es um die Frage, ob die Daten über direkte Meldungen der eigentlichen Anleger oder über indirekte Meldungen der Verwahrstellen, die die Wertpapiere im Auftrag der Anleger verwahren, gesammelt werden. Werden die Daten indirekt, d. h. über Verwahrstellen, erhoben, so hat dies den Vorzug, dass sie von einer relativ geringen Anzahl an spezialisierten Berichtspflichtigen gemeldet werden. Der größte Nachteil dabei ist, dass Wertpapiere, die bei einem Verwahrer hinterlegt sind, welcher nicht den Berichtspflichten für die SHS unterliegt,<sup>1</sup> nicht erfasst werden. Zudem könnte einer Verwahrstelle der endgültige Anleger nicht bekannt sein, und die Daten wären somit vermutlich durch die Meldung der Verwahrstelle verzerrt (dies gilt besonders in den Fällen, in denen die Kunden des Verwahrers Institute sind, die im Auftrag Dritter/ihrer eigenen Kunden handeln); diese Art der Verzerrung betrifft die geografische und sektorale Aufschlüsselung aufseiten der Anleger.

**Die auf Meldungen der Verwahrstellen basierende Methode wird üblicherweise dann verwendet, wenn der Anleger in einem Land außerhalb des fraglichen Rechtssystems ansässig ist oder die Kosten, die für eine direkte Datenerhebung bei den Anlegern entstehen, zu hoch sind** (z. B. bei den Beständen privater Haushalte oder kleiner nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften). Bei den SHS wird diese Erhebungsmethode angewandt, um Informationen zu den Beständen gebietsfremder Investoren an Wertpapieren des Euroraums (beispielsweise der Bestand US-amerikanischer Anleger an Staatsanleihen des Eurogebiets) sowie zu den Beständen der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum (beispielsweise die Wertpapierbestände der Privathaushalte in Deutschland) zu gewinnen.

**Ein weiterer konzeptioneller Unterschied liegt in der Behandlung von Ausnahmeregelungen.** Zwar sind bei nahezu allen offiziellen Statistiken die am wenigsten relevanten Berichtspflichtigen von der Meldepflicht ausgenommen, in den endgültigen Aggregaten wird jedoch für gewöhnlich diesen Ausnahmeregelungen Rechnung getragen, indem man ihre Auswirkungen schätzt. Bei den SHS-Daten geschieht dies zurzeit jedoch nicht. Da sie auf Einzelwertpapierdaten basieren, sind alle SHS-Aggregate so aufgebaut, dass sie bis hin zu einzelnen Beständen disaggregiert werden können.

**Es können noch andere Divergenzen zwischen den Statistiken bestehen; je nach Auswahl der Vergleichsdaten kann es etwa Unterschiede bei der Bewertung und der Messung geben.** Im Rahmen der SHS-Bestände werden beispielsweise sowohl die Kurswerte als auch die Nominalwerte angegeben, während andere Datenquellen für unterschiedliche Teilmengen der Gesamtbestände möglicherweise eine Kombination verschiedener Bewertungsmethoden anwenden.

<sup>1</sup> Dabei handelt es sich beispielsweise um gebietsfremde Verwahrstellen, da Verordnungen der EZB nur für Ansässige im Euro-Währungsgebiet Anwendung finden.

**Tabelle 2 Bestände an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren laut SHS-Sektormodul (Stand: Ende zweites Quartal 2014)**

(in Billionen €; Kurswerte)

	Schuldverschreibungen	Aktien und Investmentfondsanteile	Insgesamt
Umlauf im Euro-Währungsgebiet begebener Wertpapiere (VGR für das Euro-Währungsgebiet)	17,7 (100 %)	14,5 (100 %)	32,2 (100 %)
Darunter: In SHS-Sektordaten enthalten	16,2 (92 %)	10,7 (73 %)	26,9 (83 %)
<i>Von gebietsansässigen Anlegern gehalten</i>	10,6	7,7	18,3
<i>Von gebietsfremden Anlegern gehalten</i>	5,6	2,9	8,5

Quellen: EZB (SHS-Sektormodul und VGR für das Euro-Währungsgebiet) sowie EZB-Berechnungen.

**Das SHS-Sektormodul umfasst etwa 83 % des Gesamtumlaufs an von Ansässigen im Eurogebiet emittierten Wertpapieren** (siehe Tabelle 2). Anders ausgedrückt sind bei einem Umlauf in Höhe von insgesamt 32 Billionen €, der sich aus den VGR-Daten der EZB für den Euroraum ergibt, für rund 27 Billionen € der Haltersektor und das entsprechende Land bekannt. Mithilfe der VGR werden in aggregierter Form sowohl die Bestände als auch das sich im Umlauf befindliche Emissionsvolumen aller Sektoren im Euro-Währungsgebiet berechnet; sie stellen somit eine umfassende Referenzgröße für die SHS-Sektordaten dar (siehe auch Kasten 2). Der Abdeckungsgrad bei den Schuldverschreibungen ist dabei mit 92 % höher als jener bei den Aktien und Investmentfondsanteilen (73 %).

**Eine genauere Gegenüberstellung kann mittels der VGR-Daten zu den Beständen nach Sektoren im Euroraum durchgeführt werden** (siehe Tabelle 3). Insgesamt erfassen die SHS-Sektordaten etwa 83 % der Aggregate aus den VGR-Daten, es zeigen sich allerdings Unterschiede je nach Haltersektor. So beträgt der Abdeckungsgrad der SHS-Daten beim MFI-Sektor, bei den sonstigen Finanzinstituten und bei den Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten in der Tendenz nahezu 90 %, da diese zum Großteil der direkten Meldepflicht unterliegen. Demgegenüber beläuft sich die Abdeckung bei den nichtfinanziellen Investoren des Euroraums auf weniger als 80 %; Grund hierfür ist, dass diese Anleger in der Regel selbst keine Meldungen abgeben müssen.

**Auch der Abdeckungsgrad für die Bestände gebietsfremder Anleger, die von den Verwahrstellen im Eurogebiet gemeldet werden, ist mit rund 81 % relativ hoch**, vergleicht man dies mit

**Tabelle 3 Wertpapierbestände nach Sektoren des Euro-Währungsgebiets (Stand: Ende zweites Quartal 2014)**

(in Mrd €; Kurswerte)

	SHS-Sektordaten	VGR für das Euro-Währungsgebiet	Abdeckungsgrad der SHS-Daten (in %)
<b>Finanzielle Sektoren des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>18 316</b>	<b>21 700</b>	<b>84</b>
Monetäre Finanzinstitute	6 152	6 914	89
Sonstige Finanzinstitute sowie Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten	7 488	8 705	86
Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	4 676	6 081	77
<b>Nichtfinanzielle Sektoren des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>5 036</b>	<b>6 408</b>	<b>79</b>
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	1 434	1 955	73
Staat	746	982	76
Private Haushalte	2 856	3 471	82
<b>Insgesamt</b>	<b>23 352</b>	<b>28 108</b>	<b>83</b>

Quellen: EZB (SHS-Sektormodul und VGR für das Euro-Währungsgebiet) sowie EZB-Berechnungen.

der Passivseite des Vermögenskontos aus den VGR-Daten, die sich auf etwa 10,6 Billionen € beläuft. Für Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien ist der Erfassungsgrad hoch, für Investmentfondsanteile hingegen recht niedrig. Neben den Einschränkungen, die sich aus der indirekten Meldung durch die Verwahrstellen ergeben (weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1), wird sich die Qualität der SHS-Daten zu den Beständen der gebietsfremden Investoren weiter verbessern, denn mit der Erhebung dieser Daten wurde im Euroraum erst vor Kurzem begonnen.<sup>9</sup>

### 3 BEISPIELE FÜR DIE VERWENDUNG VON INFORMATIONEN AUS DEN STATISTIKEN ÜBER WERTPAPIERBESTÄNDE

**Angesichts der Vielschichtigkeit der SHS-Daten ist ein umfassender Überblick über deren mögliche Verwendung nicht praktikabel.** Ungeachtet dessen wird anhand der nachfolgend angeführten Fallstudien zumindest versucht, auf unterschiedliche Verwendungsmöglichkeiten hinzuweisen, wie beispielsweise eine Nutzung in den Bereichen Geldpolitik, Finanzstabilität und Finanzmarktintegration. Darüber hinaus wird in Kasten 2 der potenzielle Nutzen der neuen SHS-Daten für andere Statistiken erörtert, indem exemplarisch auf die künftige Verwendung der SHS-Sektordaten zur Erweiterung der VGR für den Euroraum eingegangen wird.

#### 3.1 FALLSTUDIE I: ANALYSE DES ANLAGEVERHALTENS DER SEKTOREN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

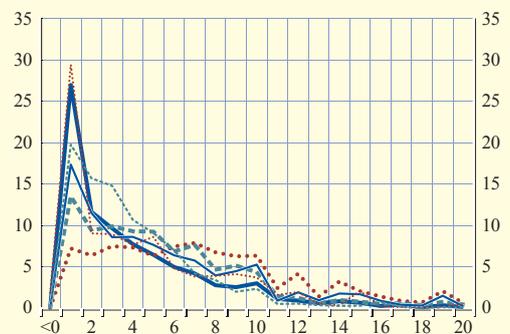
Die SHS-Daten können eingesetzt werden, um die Unterschiede beim Anlageverhalten der Sektoren im Euroraum zu untersuchen, indem z. B. das Restlaufzeitprofil der in den Beständen der Sektoren befindlichen Schuldverschreibungen analysiert wird (siehe Abbildung 2). Die Daten zeigen, dass der Anteil kurzfristiger Wertpapiere in den Portfolios der nichtfinanziellen Sektoren (d. h. private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Staat) größer ist. In den Beständen von Versicherungsgesellschaften und Pensionsinstitutionen findet sich hingegen der geringste Anteil an Wertpapieren mit einer kurzen Laufzeit. Das Profil der Eigenbestände von MFIs dürfte die unterschiedlichen Funktionen dieses Sektors widerspiegeln (z. B. einerseits Investitionen in kurzfristige Geldmarktfonds und Commercial Paper und andererseits Marktpflegeaktivitäten, für die ein breites Laufzeitenspektrum vonnöten ist, sowie die Übernahme von Wertpapieremissionen (Underwriting) als Teil des Investmentbankings, was zur Einlagerung (Warehousing) langfristiger Schuldtitel führen kann).

**Abbildung 2 Laufzeitprofil der in den Beständen befindlichen Schuldverschreibungen nach Sektoren des Euro-Währungsgebiets**

(in % der Gesamtbestände am Ende des zweiten Quartals 2014)

x-Achse: Restlaufzeit in Jahren

- Monetäre Finanzinstitute
- ..... Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
- Sonstige Finanzinstitute
- Staat
- ..... Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- ..... Private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck



Quellen: EZB (SHS-Sektormodul) und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Eine negative Restlaufzeit resultiert aus Wertpapierbeständen, deren planmäßiger Fälligkeitstermin nach der Insolvenz des Emittenten verstrichen ist.

<sup>9</sup> SHS-Sektordaten zu den Beständen der inländischen Anleger werden vom EZB auf freiwilliger Basis und nach bestem Bemühen seit Anfang 2009 erhoben. Einige Euro-Länder verfügten auch schon vor 2009 über nationale Erhebungssysteme für die Wertpapierbestände inländischer Investoren.

Kenntnisse über das genaue Laufzeitprofil der Wertpapierbestände können sich als nützlich erweisen, wenn es beispielsweise um die Analyse des Bilanzkanals des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, die Überwachung von Schwachstellen im Hinblick auf die Liquiditätsausstattung des Emittenten oder die Messung von Inkongruenzen bei der Fälligkeit von Forderungen und Verbindlichkeiten geht. Darüber hinaus sind Veränderungen der Bestände unterschiedlicher Sektoren vor dem Hintergrund der Bewertung geldpolitischer Sondermaßnahmen wie Programmen zum Ankauf von Wertpapieren von Bedeutung. So tragen derartige Informationen dazu bei, die entsprechenden Auswirkungen der Ankündigung und die bilanziellen Effekte bewerten sowie etwaige Verdrängungseffekte beurteilen zu können. Bei Bedarf stehen auch Daten mit höherer Granularität zur Verfügung, und zwar sowohl auf der Anlegerseite (eine länderspezifische Aufschlüsselung nach Sektoren) als auch aufseiten des Emittenten (bis hin zum einzelnen Emittenten/Wertpapier).

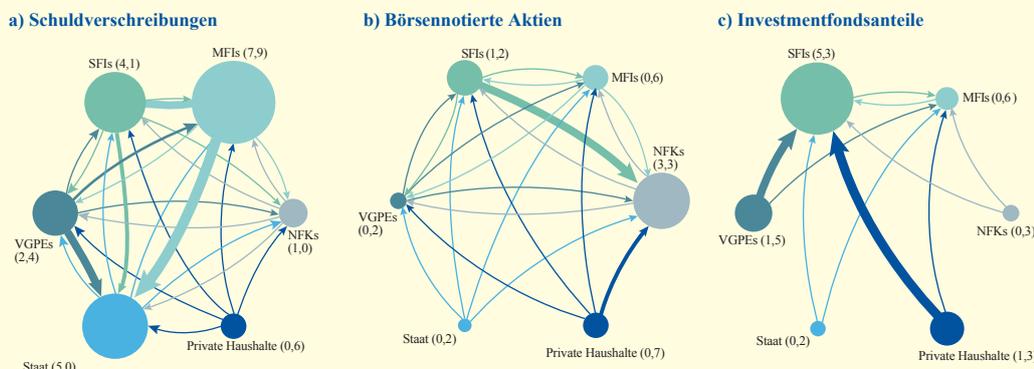
### 3.2 FALLSTUDIE 2: VERFLECHUNG DER WICHTIGSTEN SEKTOREN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Ein Vorteil der SHS-Daten ist, dass sie Informationen zu den Wertpapierbeständen aufgeschlüsselt nach den wichtigsten Sektoren des Eurogebiets liefern, wobei sich dieselben Sektoren auch auf der Emittentenseite befinden. Da andere Datenquellen derartige Informationen bislang nicht für sämtliche Sektoren des Euroraums hergaben, sind die SHS-Daten mit Blick auf die Stabilität des Finanzsystems im Euro-Währungsgebiet besonders nützlich. Die neuen Angaben tragen somit zu einer besseren Einschätzung der Verflechtung von Sektoren, des Systemrisikos und der Wirkungskraft möglicher (direkter und indirekter) Ansteckungskanäle im System bei.

Direkte Engagements in Wertpapieren, die von einem Sektor des Euroraums begeben wurden und von einem anderen gehalten werden, sind je nach Wertpapierart sehr unterschiedlich ausgeprägt. Das besondere Merkmal des Marktes für Schuldverschreibungen im Eurogebiet (siehe Abbildung 3, Grafik a) besteht darin, dass alle drei Finanzsektoren einem erheblichen Staatsausfallrisiko ausgesetzt sind, wobei die MFIs den Löwenanteil an Staatsschuldtiteln halten. Im Gegensatz dazu wird der Markt für Investmentfondsanteile im Euroraum von Anlagen der

Abbildung 3 Verflechtung der Sektoren des Euro-Währungsgebiets (Stand: Ende zweites Quartal 2014)

(in Billionen €)



Quellen: EZB (SHS-Sektormodul) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Jeder Knotenpunkt steht für einen Sektor des Euro-Währungsgebiets (NFKs = nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, MFIs = monetäre Finanzinstitute, SFIs = sonstige Finanzinstitute, VGPEs = Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen, private Haushalte = private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck). Die Pfeile zeigen die Bestände des jeweiligen Sektors an Wertpapieren an, die von einem anderen Sektor im Euroraum emittiert wurden; die Pfeildicke entspricht proportional dem Wert dieser Bestände. Die Größe der Knotenpunkte steht im Verhältnis zur Summe a) des Kurswerts der Bestände des entsprechenden Sektors an Wertpapieren gebietsansässiger Emittenten und b) des Wertes der vom jeweiligen Sektor begebenen und von Anlegern aus dem Euro-Währungsgebiet gehaltenen Wertpapiere. Diese Summe ist in Klammern angegeben (in Billionen €).

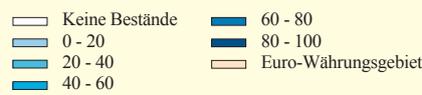
privaten Haushalte sowie der Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen in emittierten Papieren sonstiger Finanzinstitute dominiert (siehe Abbildung 3, Grafik c). Die sonstigen Finanzinstitute wiederum investieren tendenziell stark in börsennotierte Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 3, Grafik b). Es kommt allerdings auch vor, dass die sonstigen Finanzinstitute die Anfangsinvestitionen in Investmentfondsanteile von anderen Sektoren (z. B. privaten Haushalten) zum Teil in Staatsschuldtitel umleiten. So beläuft sich der Anteil der Staatsanleihebestände an den gesamten Beständen von Investmentfonds auf rund 47 %.

### 3.3 FALLSTUDIE 3: GRENZÜBERSCHREITENDE WERTPAPIERBESTÄNDE GEBIETSANSÄSSIGER UND GEBIETSFREMDER ANLEGER

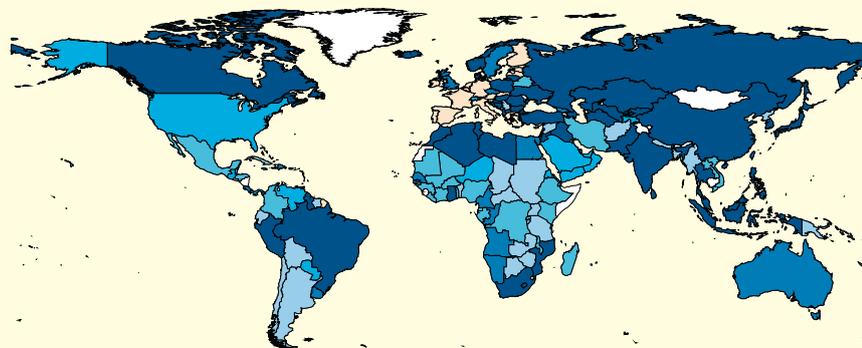
Neben den detaillierten Informationen über die Wertpapierbestände innerhalb des Euroraums enthalten die SHS-Daten auch wertvolle Angaben zur Verteilung der Bestände zwischen dem

**Abbildung 4 Anteil der Schuldverschreibungen an den gesamten Wertpapierbeständen nach Land/Region (Stand: Ende zweites Quartal 2014)**

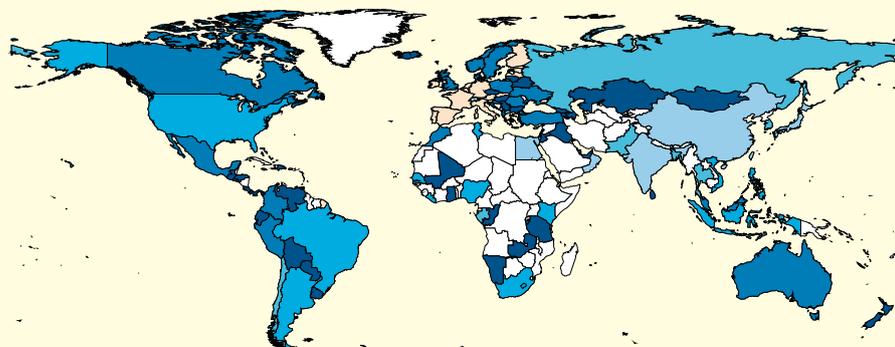
(in %)



**a) Bestände gebietsfremder Anleger an Wertpapieren des Euro-Währungsgebiets**



**b) Bestände gebietsansässiger Anleger an Wertpapieren aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets**



Quellen: EZB (SHS-Sektormodul) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aufgrund von Vertraulichkeitsbeschränkungen sind die Daten einiger weniger Länder nicht abgebildet (ausgewählte Länder mit Beständen im Umfang von weniger als 1 Mrd € oder Staaten mit einer sehr geringen geografischen Fläche), und einige Länder sind zu Regionen zusammengefasst. In Grafik a) bestehen die sechs zusammengefassten Regionen aus den folgenden Staaten: a) China, Macau und Japan, b) Albanien, Kroatien und Mazedonien, c) Turkmenistan, Kasachstan und Usbekistan, d) Saudi-Arabien, Oman, Katar, den Vereinigten Arabischen Emiraten und Jemen, e) Libyen, Tunesien und Algerien sowie f) Angola, Namibia und der Republik Kongo. In Grafik b) setzt sich die einzige zusammengefasste Region aus Costa Rica, Ecuador, Panama und Venezuela zusammen.

**Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt.** Dadurch tragen sie zu einem besseren Verständnis des Ausmaßes und der Art der Finanzmarktintegration weltweit bei.<sup>10</sup>

**Abbildung 4 zeigt den Unterschied zwischen den Beständen gebietsfremder Anleger an Wertpapieren des Euroraums (siehe Abbildung 4, Grafik a) und den Beständen gebietsansässiger Investoren an Wertpapieren, die außerhalb des Eurogebiets begeben wurden (siehe Abbildung 4, Grafik b).** Bei einer einfachen Unterscheidung zwischen weiß unterlegten Ländern (d. h. keine Wertpapierbestände) und jenen mit unterschiedlichen Blauschattierungen (positive Bestände) lässt sich anhand der Abbildung zunächst einmal erkennen, dass in den Euroraum fließende Investitionen ein weltweites Phänomen darstellen, da fast jedes Land der Welt in gewissem Umfang Wertpapiere des Eurogebiets in seinem Portfolio hat (siehe Abbildung 4, Grafik a). Dies gilt nicht für Anlagen des Euroraums in Wertpapieren der übrigen Welt (siehe Abbildung 4, Grafik b). So scheint das Euro-Währungsgebiet in einigen afrikanischen Ländern keinerlei Wertpapierinvestitionen zu tätigen.

**Zweitens geht aus der Abbildung hervor, dass gebietsfremde Anleger der meisten Länder, insbesondere aus Asien, erheblich stärker in Schuldverschreibungen des Euroraums engagiert sind als in Aktien aus dem Eurogebiet** (die Blauschattierung spiegelt den Anteil der Schuldtitel an den gesamten Investitionen wider, d. h. je dunkler die Farbe, desto höher die Anlagen in Schuldverschreibungen im Vergleich zu Aktien und Investmentfondsanteilen). Für die Investitionen des Euroraums im Ausland findet sich kein vergleichbares Muster, da das Verhältnis zwischen Schuldtiteln und den Gesamtinvestitionen deutlich ausgeglichener ist.

#### 3.4 FALLSTUDIE 4: BESTAND AN VON EURO-LÄNDERN EMITTIERTEN STAATSANLEIHEN

**Die Granularität der SHS-Daten kann für die Datenanalyse von Beständen ausgewählter Wertpapierklassen (wie z. B. emittierten Papieren eines bestimmten Sektors) eingesetzt werden.** Besonders die Beobachtung des Bestands an Schuldtiteln, die von den Euro-Ländern begeben werden, ist in verschiedener Hinsicht von Nutzen, etwa für die Analyse der Finanzstabilität und die Beurteilung des Marktzugangs von Staaten.

**Abbildung 5 zeigt die Unterschiede beim Profil von Investoren in Staatsanleihen mit einer Fälligkeit in zwei Jahren auf, die von zwei Gruppen von Euro-Ländern emittiert wurden:** a) Länder, die während der Staatsschuldenkrise des Euroraums keinen Finanzmarktspannungen ausgesetzt waren, und b) Länder, die von den Turbulenzen betroffen waren oder sogar ihren Marktzugang einbüßten. Der Anteil von Papieren im Besitz gebietsfremder Anleger ist bei Wertpapieren, die von der ersten Ländergruppe begeben wurden, erheblich größer, während die zweite Gruppe weitaus stärker auf Finanzmittel aus dem MFI-Sektor des Eurogebiets angewiesen ist. Dies gilt insbesondere für Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten.

**Die SHS-Sektordaten deuten außerdem darauf hin, dass sich ein unverhältnismäßig großer Anteil von Staatsanleihen, die durch die von Turbulenzen betroffenen Länder emittiert wurden, im Bestand der inländischen MFIs befindet.**<sup>11</sup> Im Fall der Staatsschuldtitel mit einer Fälligkeit in zwei Jahren hält der heimische MFI-Sektor rund 48 % des Gesamtumlaufs, verglichen

<sup>10</sup> Die Verwendung von SHS-Daten zur Entwicklung von Indikatoren für die Finanzmarktintegration wird auch dargestellt in: L. Fache Rousová und A. Rodríguez Caloca, The use of Securities Holdings Statistics (SHS) for designing new euro area financial integration indicators, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics: Proceedings of the Seventh IFC Conference, Basel, September 2014.

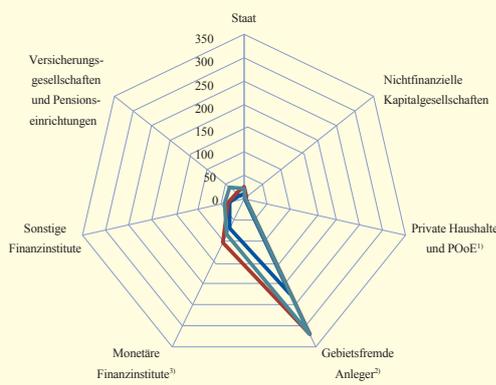
<sup>11</sup> Siehe L. Fache Rousová und A. Rodríguez Caloca, a. a. O.

**Abbildung 5 Präferenzen der Anlegersektoren bei den Beständen an Staatsanleihen aus Ländern des Euro-Währungsgebiets mit einer Fälligkeit in zwei Jahren, nach Restlaufzeit**

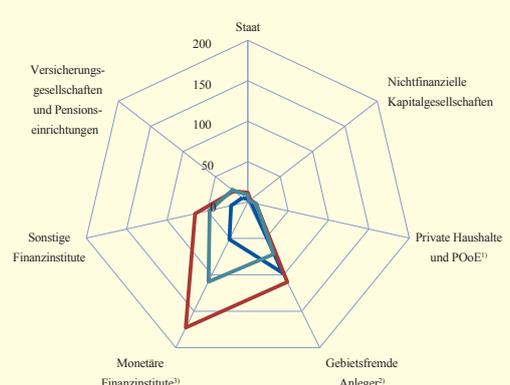
(Bestände in Mrd €; Kurswert am Ende des zweiten Quartals 2014)

- Bis zu drei Monate
- Mehr als drei Monate und bis zu einem Jahr
- Mehr als ein Jahr und bis zu zwei Jahre

a) Emittenteländer: AT, BE, DE, FI, FR, LU, NL



b) Emittenteländer: ES, GR, IE, IT, PT



Quelle: EZB-Berechnungen.

1) POoE steht für private Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Bestände gebietsfremder Anleger werden als Restgröße berechnet (Differenz zwischen Umlauf und Beständen der Sektoren des Euro-Währungsgebiets).

3) Der MFI-Sektor umfasst Kreditinstitute und Geldmarktfonds (ohne Zentralbanken).

mit etwa 34 % in der anderen Ländergruppe. Dies ist ein Beleg für die starke wechselseitige Abhängigkeit zwischen diesen Staaten und dem jeweiligen inländischen Bankensektor.

### 3.5 FALLSTUDIE 5: DIE AUSWIRKUNGEN VON ZINSÄNDERUNGEN AUF DEN KURSWERT VON STAATSANLEIHEBESTÄNDEN

**Ziel dieser Fallstudie ist die Berechnung der (bilanziellen) Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Kurswert des tatsächlich im Portfolio befindlichen Anleihebestands.** Eine Quantifizierung dieses Effekts ist sowohl aus geldpolitischer Sicht von Bedeutung, insbesondere als ein Element des Bilanzkanals des geldpolitischen Transmissionsmechanismus (siehe z. B. Bernanke und Gertler, 1995, sowie Constâncio, 2014),<sup>12</sup> als auch aus Perspektive der Finanzstabilität, nämlich als eine Messgröße der Anfälligkeit des Kurswerts von Anleihebeständen auf das Zinsrisiko.

**Für die Berechnung der Auswirkungen sind Informationen zur modifizierten Duration jedes Wertpapiers erforderlich.**<sup>13</sup> Da diese Angaben nicht direkt über die SHS-Daten verfügbar sind, müssen sie einer anderen Quelle entnommen werden, wie beispielsweise der Datenbank iBoxx. Diese Informationen werden anschließend anhand von ISINs als Identifizierungsmerkmal mit den SHS-Beständen verknüpft. Angesichts der begrenzten Verfügbarkeit von Daten zur modifizierten

12 Siehe B. Bernanke und M. Gertler, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, in: Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Bd. 9(4), S. 27-48, Herbst 1995, und V. Constâncio, A new phase of the ECB's monetary policy, EZB-Workshop „Non-standard monetary policy measures“, Frankfurt am Main, Oktober 2014.

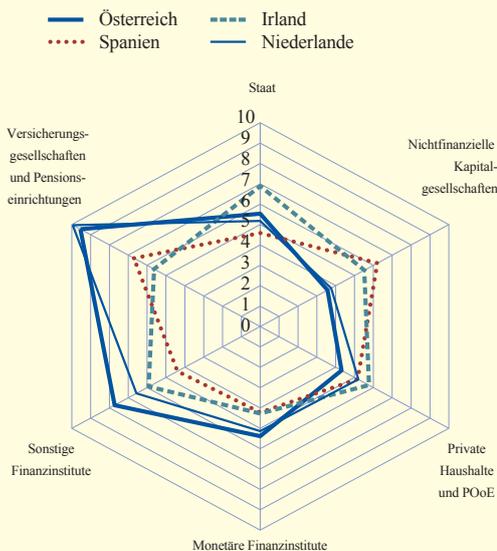
13 Die modifizierte Duration misst die prozentuale Veränderung des Anleihekurses bei einer Änderung des Referenzzinses um 100 Basispunkte (d. h. die Semi-Elastizität eines Anleihekurses gegenüber dem Zinssatz). Sie ermöglicht vor allem einen Vergleich der Eigenschaften von Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten sowie mit oder ohne Kupon.

Duration liegt der Fokus dieser Studie auf einem Portfolio an Staatsanleihen, die von ausgewählten Euro-Ländern (Spanien, Irland, Österreich und den Niederlanden) emittiert wurden und von Sektoren im Euroraum gehalten werden.

**Die Berechnungen in Bezug auf die Bestände von Finanzinvestoren des Eurogebiets zeigen, dass die gewichtete modifizierte Duration von Wertpapieren, die von Spanien und Irland (zwei von der Staatsschuldenkrise betroffene Länder) begeben wurden, geringer ist als jene von Papieren aus Österreich und den Niederlanden.** So ist aus den in Abbildung 6 dargestellten Ergebnissen im Einzelnen abzulesen, dass der Kurswert von im Bestand der sonstigen Finanzinstitute im Euroraum befindlichen irischen Staatsschuldtiteln nach einem Rückgang des Referenzzinssatzes um 1 Prozentpunkt (100 Basispunkte)<sup>14</sup> um etwa 6 % steigen würde. Analog dazu würde die entsprechende Zunahme des Kurswerts von Beständen österreichischer Staatsanleihen mit rund 8 % etwas höher ausfallen.

**Abbildung 6** Prozentuale Veränderung des Kurswerts von Staatsanleihen ausgewählter Euro-Länder nach einem Rückgang des Referenzzinssatzes um 100 Basispunkte, nach Haltersektoren im Euro-Währungsgebiet

(in %; zweites Quartal 2014)



Quellen: iBoxx und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: POoE steht für private Organisationen ohne Erwerbszweck. Die Abbildung spiegelt die gewichtete modifizierte Duration des Portfolios an bestimmten Staatsanleihen wider, die von unterschiedlichen institutionellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets gehalten werden.

14 Angesichts der Tatsache, dass sich Wertpapiere mit unterschiedlichen Laufzeiten in den Beständen befinden, ist das zugrunde gelegte Szenario eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve.

**Kasten 2**

**NUTZUNG DER STATISTIKEN ÜBER WERTPAPIERBESTÄNDE ZUR ERWEITERUNG DER INTEGRIERTEN FINANZIELLEN UND NICHTFINANZIELLEN KONTEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET NACH INSTITUTIONELLEN SEKTOREN**

Die integrierten finanziellen und nichtfinanziellen Konten des Euro-Währungsgebiets (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (VGR) für den Euroraum), die seit Juni 2007 von der EZB vierteljährlich veröffentlicht werden,<sup>1</sup> liefern einen umfassenden Überblick über die wirtschaftlichen und finanziellen Transaktionen aller institutionellen Sektoren im Eurogebiet. Die VGR beinhalten auch Angaben zu den sektoralen Bilanzen, einschließlich aggregierter Informationen über die Wertpapierbestände und den Gesamtumlauf an emittierten Wertpapieren. Enthält die Finanzierungsrechnung genügend Einzelheiten zu den Geschäftspartnern, so lassen sich daraus Informationen über die Verbindungen zwischen den Haltern und den Emittenten finanzieller

1 Informationen zur VGR-Veröffentlichung für das Euro-Währungsgebiet finden sich beispielsweise unter dem Abschnitt „Report“ im Statistical Data Warehouse der EZB (<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002340>), der auch Schuldner-Gläubiger-Tabellen für Einlagen und Kredite enthält.

### Schuldner-Gläubiger-Darstellung der Finanzierungsrechnung für ein Finanzinstrument

		Schuldnersektor				
		Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Finanzielle Kapitalgesellschaften	Staat	Übrige Welt
Gläubigersektor	Private Haushalte					
	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Finanzielle Kapitalgesellschaften		X			
	Staat					
	Übrige Welt					

Vermögenswerte gewinnen. Daher stellen die neuen statistischen Daten zu den Wertpapierbeständen eine nützliche Informationsquelle dar, die der Erweiterung der VGR für den Euroraum dienen werden.

**In der Finanzierungsrechnung beziehen sich die Schuldner-Gläubiger-Daten auf finanzielle Transaktionen und/oder Positionen, für die sowohl die Gläubiger- als auch die Schuldnersektoren parallel identifiziert und vollständig – d. h. ohne Doppelzählung oder Lücken – dargestellt werden können.** Eine schematische Darstellung der Schuldner-Gläubiger-Beziehung findet sich in der Tabelle. Dort sind die finanziellen Forderungen aufgeführt, welche die in den Zeilen genannten Sektoren gegenüber den in den Spalten angegebenen Sektoren haben. Somit ließe sich aus der Zelle in der dritten Zeile der zweiten Spalte (markiert mit einem „X“) die Vergabe von Darlehen in Form von Krediten des Finanzsektors an die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ablesen. Schuldner-Gläubiger-Daten sind in vielerlei Hinsicht von Nutzen, so bei der Risikoanalyse aus makroprudenzieller Sicht, einer detaillierteren Analyse des geldpolitischen Transmissionsmechanismus (z. B. durch Fokussierung auf die Finanzierungsquellen eines bestimmten Sektors) und der Einschätzung von Zinsströmen zwischen den Sektoren.

**Die Erstellung der Finanzierungsrechnung auf Schuldner-Gläubiger-Basis erfordert das Vorhandensein von Primärquellen mit Angaben zum institutionellen Sektor des Geschäftspartners,** die oft nur schwer für alle Wirtschaftszweige zu erlangen sind. Seit Oktober 2010 wird eine vollständige Schuldner-Gläubiger-Darstellung der VGR für Kredite und Einlagen angefertigt und veröffentlicht, da deren begrenzte Handelbarkeit dazu beiträgt, einfacher Informationen über die Geschäftspartner aus Primärdatenquellen zu gewinnen.

**Eine Ausweitung der Schuldner-Gläubiger-Betrachtung auf alle marktfähigen Finanzinstrumente (Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile) wird dank der detaillierten Informationen in den SHS nun möglich sein.<sup>2</sup>** Folglich wird ein weitaus größerer Teil aller Aktiva und Passiva der wichtigsten Sektoren in den VGR auf einer Schuldner-Gläubiger-Basis zur Verfügung stehen. Diese Erweiterung der VGR wiederum wird auch den Nutzern der SHS, die Aggregate in einem umfassenden Rahmen interpretieren möchten, Vorteile bringen, da sämtliche Verschuldungsarten zusammen mit den zugrunde liegenden finanziellen und nichtfinanziellen Strömen erfasst werden. Die vorgenannten Erweiterungen verbessern die Verfügbarkeit von Statistiken zu geldpolitischen Zwecken erheblich. Es ist geplant, dass **die erste Veröffentlichung der VGR mit einer erweiterten Schuldner-Gläubiger-Betrachtung Anfang 2016 erfolgt.**

<sup>2</sup> Siehe auch I. Lavrador, R. Peronaci und N. Silva, Security-by-security data on holdings of securities: the importance for national and euro area accounts, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, IFC Bulletin, Nr. 36: Proceedings of the Sixth IFC Conference on “Statistical issues and activities in a changing environment”, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, August 2012.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

**Im vorliegenden Aufsatz wurden die neuen vierteljährlichen Einzelwertpapierdaten zu den Wertpapierbeständen vorgestellt.** Diese neue Datenerhebung trägt entscheidend dazu bei, vorherige Datenlücken beim Wertpapierbestand zu schließen, und verbessert somit die den politischen Entscheidungsträgern im Euro-Währungsgebiet zur Verfügung stehenden Informationen erheblich.

**Dank ihrer Granularität und ihres Umfangs können die Daten für zahlreiche Zwecke verwendet werden,** darunter auch in den Bereichen Geldpolitik und Finanzstabilität sowie für Marktanalysen und Untersuchungen der Finanzintegration. Sowohl die regelmäßige Überwachung der Marktbedingungen als auch Ad-hoc-Studien zu unterschiedlichen Themen dürften von nun an von der Verfügbarkeit dieser Daten profitieren.

**Ausgewählte, von den SHS-Daten abgeleitete Aggregate werden der Öffentlichkeit ebenfalls zur Verfügung gestellt,** und zwar über das Statistical Data Warehouse der EZB.<sup>15</sup> Die Aggregate werden auch Angaben zu den von EU-Staaten und anderen wichtigen Emittentenländern begebenen Wertpapieren im Bestand gebietsansässiger Anleger enthalten.

**Obwohl die neuen SHS-Daten bereits eine erhebliche Verbesserung der verfügbaren Informationen über Wertpapierbestände darstellen, ist eine Weiterentwicklung geplant.** So wird die Umsetzung der jüngsten Verordnung der EZB über die statistischen Berichtspflichten der Versicherungsgesellschaften (EZB/2014/50) die Qualität der SHS-Daten mit Blick auf die Bestände der Versicherungsbranche erhöhen, da die Angaben nun nicht mehr von Verwahrstellen erhoben werden, sondern die Versicherungsgesellschaften selbst mehr Daten liefern werden. Vor dem Hintergrund der Übernahme der neuen Aufsichtsfunktion durch die EZB sind zudem zusätzliche Erweiterungen der Statistiken über Wertpapierbestände im Gespräch.

<sup>15</sup> Das Statistical Data Warehouse kann aufgerufen werden unter <http://sdw.ecb.europa.eu>.





## INHALTSVERZEICHNIS

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S2
2 Finanzielle Entwicklungen	S3
3 Konjunkturentwicklung	S7
4 Preise und Kosten	S11
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	S14
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S19

## ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN

Die Statistiken der EZB können im Statistical Data Warehouse (SDW) abgerufen werden:

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Im Abschnitt „Statistik“ des Wirtschaftsberichts ausgewiesene Daten stehen auch im SDW zur Verfügung:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Methodische Definitionen sind im Abschnitt „General Notes“ des Statistikberichts enthalten:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Einzelheiten zu den Berechnungen können dem Abschnitt „Technical Notes“ des Statistikberichts entnommen werden:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

## ABKÜRZUNGEN UND ZEICHEN

- Daten werden nicht erhoben/  
Nachweis nicht sinnvoll
- .
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Nach dem ESVG 2010 umfasst der Begriff „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ auch Personengesellschaften.

# I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Nahrungsmittel und Energie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	2,4	2,6	0,0	7,4	.	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q1	0,7	-0,5	0,6	1,3	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
Q2	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
Q3	0,9	1,2	0,7	-0,6	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
Q4	.	0,5	0,5	0,6	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2014 Sept.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	3,2	1,6	0,3
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,8	1,3	0,9	2,4	1,4	0,3
Dez.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	0,5	1,7	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
Febr. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,3

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>4)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>5)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>5)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,6	-0,1	5,7
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 Q1	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	0,0	0,3	-0,2
Q2	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	0,9	-0,9
Q3	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,5	0,8	3,4
Q4	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	.	.	.
2014 Sept.	55,5	59,0	57,4	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
Okt.	53,8	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,0	3,3	1,1	4,5
Nov.	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,2	2,5	1,5	3,1
Dez.	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	.	.	.
2015 Jan.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	.	.	.
Febr.	54,0	56,8	56,7	50,0	51,8	53,3	53,6	54,1	50,7	.	.	.

Quellen: Eurostat (Tabelle 1.1, Spalte 3, 6, 10, 13), BIZ (Tabelle 1.1, Spalte 2, 4, 9, 11, 12), OECD (Tabelle 1.1, Spalte 1, 5, 7, 8), Markit (Tabelle 1.2, Spalte 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Tabelle 1.2, Spalte 10-12).

- 1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt. Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 19 Euro-Länder.
- 2) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- 3) Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Angaben, die üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu Energiepreisen.
- 4) „Global“ und „Industrieländer“ ohne Euro-Währungsgebiet. Jahres- und Quartalswerte als Veränderung gegen Vorperiode in %, Monatswerte als Veränderung des Dreimonats-durchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.
- 5) Ohne Euro-Währungsgebiet.

## 2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 Q1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
Q2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
Q3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
Q4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 Sept.	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Okt.	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
Nov.	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
Dez.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Jan.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Febr.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10

### 2.2 Zinsstrukturkurven

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Q1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
Q3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Q4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Sept.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Okt.	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Nov.	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
Dez.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Jan.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Febr.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19

### 2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbraucher-nahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2014 Q1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
Q3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
Q4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2014 Sept.	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
Okt.	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
Nov.	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0
Dez.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015 Jan.	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
Febr.	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

## 2.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup>

(in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

		Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- men- gesetzter Indikator der Kreditfin- anzierungs- kosten	
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung		Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>		Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>
				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jah- ren	Mehr als 10 Jahre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2014	Febr.	0,28	1,10	1,61	1,93	7,66	17,04	5,85	6,78	7,21	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,29	3,05
	März	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
	April	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
	Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
	Juni	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Juli	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Sept.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Okt.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Dez.	0,22	0,86	0,96	1,59	7,06	17,00	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015	Jan. <sup>(p)</sup>	0,21	0,84	1,01	1,95	7,12	17,03	5,26	6,30	6,63	2,77	2,30	2,53	2,43	2,42	2,70	2,39

## 2.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)<sup>1), 4)</sup>

(in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kreditfin- anzierungskosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014	Febr.	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
	März	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
	April	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Juni	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Juli	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Sept.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Dez.	0,24	0,43	1,28	3,44	3,67	3,74	3,27	2,35	2,78	2,46	1,74	2,18	2,09	2,43
2015	Jan. <sup>(p)</sup>	0,23	0,44	1,28	3,40	3,72	3,79	2,95	2,31	2,81	2,04	1,65	2,03	2,13	2,41

## 2.6 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

		Umlauf						Bruttoabsatz <sup>5)</sup>							
		Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
				Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2012		1 412	573	142	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013		1 233	468	117	.	67	528	53	507	314	30	.	44	99	21
2014		1 244	475	123	.	58	537	50	401	211	33	.	39	93	25
2014	Juli	1 365	511	157	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
	Aug.	1 361	522	144	.	74	574	46	325	161	31	.	27	91	16
	Sept.	1 336	504	136	.	70	577	49	331	153	27	.	31	95	25
	Okt.	1 306	496	133	.	73	563	41	330	139	28	.	37	102	25
	Nov.	1 290	490	129	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
	Dez.	1 244	475	123	.	58	537	50	320	168	24	.	28	66	34
<b>Langfristig</b>															
2012		15 178	4 824	3 140	.	841	5 747	626	256	99	45	.	16	84	12
2013		15 115	4 416	3 093	.	920	6 059	627	223	71	39	.	16	89	9
2014		15 149	4 034	3 202	.	996	6 274	643	218	65	43	.	16	85	10
2014	Juli	15 161	4 186	3 127	.	966	6 241	641	207	52	37	.	19	86	13
	Aug.	15 110	4 157	3 109	.	969	6 229	644	76	30	11	.	3	28	5
	Sept.	15 157	4 164	3 126	.	980	6 235	652	218	59	43	.	13	90	13
	Okt.	15 124	4 077	3 162	.	980	6 255	650	209	45	40	.	15	101	8
	Nov.	15 157	4 059	3 163	.	985	6 302	649	197	59	44	.	14	73	6
	Dez.	15 149	4 034	3 202	.	996	6 274	643	129	41	37	.	11	29	10

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 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.
- Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.
- Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den monatlichen Durchschnitt im Jahresverlauf.
- Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften.

## 2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen						Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2012	16 590,3	5 397,4	3 281,7	.	915,5	6 305,1	690,5	4 593,9	404,6	617,9	3 571,5
2013	16 347,4	4 883,3	3 210,5	.	986,7	6 587,1	679,8	5 634,8	569,0	751,0	4 314,8
2014	16 393,7	4 509,5	3 324,9	.	1 054,6	6 811,5	693,2	5 945,1	590,9	787,6	4 566,6
2014 Juli	16 525,7	4 696,9	3 283,6	.	1 041,3	6 818,6	685,3	5 864,6	626,8	775,7	4 462,1
Aug.	16 470,6	4 679,3	3 253,2	.	1 043,9	6 803,3	691,0	5 914,5	637,3	788,9	4 488,3
Sept.	16 492,2	4 667,4	3 262,7	.	1 050,1	6 811,6	700,4	5 928,8	650,7	788,4	4 489,7
Okt.	16 429,9	4 572,3	3 295,9	.	1 052,6	6 818,5	690,7	5 761,0	611,5	763,1	4 386,4
Nov.	16 447,3	4 548,4	3 292,4	.	1 054,0	6 858,5	693,9	6 038,0	628,3	796,6	4 613,1
Dez.	16 393,7	4 509,5	3 324,9	.	1 054,6	6 811,5	693,2	5 945,1	590,9	787,6	4 566,6
<b>Wachstumsraten</b>											
2012	1,3	-1,8	-0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,5	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8
2014 Juli	0,0	-7,1	0,5	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
Aug.	-0,3	-7,1	-0,2	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
Sept.	-0,3	-6,9	-0,2	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
Okt.	-0,6	-8,2	1,0	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Nov.	-0,9	-8,5	0,9	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
Dez.	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8

## 2.8 Effektive Wechselkurse<sup>2)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: 1999 Q1=100)

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal	Real VPI	Real EPI	Real BIP-Deflator	Real LSK/VG <sup>3)</sup>	Real LSK/GW	Nominal	Real VPI
2012	97,9	95,8	93,1	89,6	99,1	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,6	102,5	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	.	.	.	114,8	97,0
2014 Q1	103,9	101,0	98,0	95,1	103,5	97,8	116,7	99,3
Q2	103,9	100,5	98,0	94,7	102,9	97,8	116,2	98,2
Q3	101,7	98,2	95,9	92,2	100,2	95,4	113,8	96,0
Q4	99,6	96,1	94,1	.	.	.	112,6	94,4
2014 Sept.	100,5	97,0	94,8	-	-	-	112,5	94,8
Okt.	99,6	96,1	94,1	-	-	-	112,0	94,2
Nov.	99,6	96,1	94,2	-	-	-	112,3	94,3
Dez.	99,7	96,0	94,2	-	-	-	113,4	94,9
2015 Jan.	95,9	92,2	91,1	-	-	-	109,3	91,1
Febr.	94,0	90,2	89,4	-	-	-	107,4	89,3
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2015 Febr.	-2,0	-2,1	-1,8	-	-	-	-1,8	-2,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2015 Febr.	-9,2	-10,4	-8,5	-	-	-	-7,8	-9,9

Quelle: EZB.

- 1) Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften.
- 2) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht.
- 3) Mit den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierte Zeitreihen sind nur für die EWK-19-Gruppe von Handelspartnern verfügbar.

## 2.9 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen je Euro)

	Chinesischer Renminbi Yuan	Kroatische Kuna	Tschechische Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japanischer Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumänischer Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 Q1	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
Q2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 Sept.	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
Okt.	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
Nov.	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
Dez.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Jan.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Febr.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
	Veränderung gegen Vormonat in %											
2015 Febr.	-1,8	0,3	-1,0	0,1	-3,0	-2,0	-2,4	-3,4	-1,2	0,8	-2,9	-2,3
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2015 Febr.	-14,6	0,7	0,6	-0,2	-1,1	-3,3	0,0	-10,3	-1,3	7,0	-13,1	-16,9

## 2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Bestände (Auslandsvermögensstatus)											
2013 Q4	17 765,8	19 107,1	-1 341,3	7 229,4	5 550,2	5 659,0	9 051,8	-64,8	4 400,0	4 503,5	542,1	11 313,1
2014 Q1	18 191,9	19 456,3	-1 264,4	7 344,9	5 502,6	5 747,5	9 304,4	-49,4	4 578,4	4 649,4	570,6	11 535,4
Q2	18 708,6	19 747,6	-1 039,0	7 465,3	5 522,1	6 037,4	9 609,6	-43,5	4 666,5	4 615,9	583,1	11 638,9
Q3	19 457,8	20 391,7	-933,9	7 643,0	5 603,7	6 407,6	9 967,0	-77,1	4 887,3	4 820,9	597,0	11 959,0
	Bestände in % des BIP											
2014 Q3	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
	Transaktionen											
2014 Q1	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
Q2	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
Q3	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
Q4	9,2	-129,7	138,9	-2,8	-23,8	96,9	-37,5	5,6	-93,4	-68,4	2,9	-
2014 Juli	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
Aug.	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
Sept.	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
Okt.	-0,2	-36,3	36,0	10,0	9,1	16,3	-31,1	0,7	-28,2	-14,3	1,0	-
Nov.	147,9	68,4	79,5	17,0	-11,5	45,9	34,5	3,4	80,8	45,4	0,8	-
Dez.	-138,5	-161,8	23,3	-29,8	-21,4	34,7	-40,9	1,6	-146,0	-99,5	1,1	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen											
2014 Dez.	730,9	383,1	347,8	50,8	-17,8	441,3	326,2	43,4	190,9	74,8	4,5	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP											
2014 Dez.	7,3	3,8	3,5	0,5	-0,2	4,4	3,3	0,4	1,9	0,7	0,0	-

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva insgesamt enthalten.

# 3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

## 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Insgesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag			
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorratsveränderungen	Zusammen	Exporte	Importe	
				Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2011	9 799,5	9 661,0	5 512,0	2 052,0	2 029,8	1 066,0	604,5	350,1	67,1	138,5	4 098,1	3 959,6
2012	9 857,7	9 596,5	5 542,3	2 065,3	1 988,1	1 039,8	581,4	357,4	0,7	261,2	4 279,9	4 018,7
2013	9 939,4	9 598,5	5 566,7	2 096,0	1 948,6	1 009,2	569,3	359,7	-12,8	340,8	4 355,3	4 014,5
2013 Q4	2 502,8	2 411,3	1 398,3	525,7	492,9	254,5	145,6	90,4	-5,6	91,4	1 102,2	1 010,8
2014 Q1	2 518,1	2 424,4	1 403,1	529,2	494,9	255,8	144,5	91,2	-2,9	93,7	1 102,9	1 009,2
2014 Q2	2 523,9	2 427,8	1 409,5	530,6	491,7	251,2	145,3	91,8	-4,1	96,1	1 116,3	1 020,2
2014 Q3	2 530,8	2 433,3	1 417,0	535,4	491,8	251,0	145,3	92,2	-10,8	97,5	1 131,1	1 033,6
In % des BIP												
2011	100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012	100,0	97,4	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2014 Q1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,0
2014 Q2	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,6	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
2014 Q3	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
2014 Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
2014 Q2	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
2014 Q3	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2014 Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

## 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2011	8 809,7	147,8	1 719,5	486,7	1 672,6	407,8	435,3	1 009,4	919,9	1 699,2	311,4	989,8
2012	8 863,7	152,2	1 726,7	474,0	1 681,4	410,7	439,7	1 014,9	928,5	1 718,2	317,3	994,0
2013	8 930,7	155,7	1 736,3	465,0	1 689,0	401,9	439,1	1 032,1	941,8	1 748,5	321,3	1 008,6
2013 Q4	2 248,4	38,6	438,1	117,2	424,8	100,6	110,3	259,9	237,7	440,1	81,0	254,3
2014 Q1	2 262,5	38,5	438,2	118,3	427,0	100,6	113,0	262,0	238,9	444,3	81,4	255,8
2014 Q2	2 264,7	37,9	439,7	116,3	427,6	100,3	114,1	263,3	240,0	444,0	81,4	259,1
2014 Q3	2 271,7	36,7	440,2	116,1	430,0	100,0	113,8	264,0	241,9	446,8	82,2	258,8
In % der Wertschöpfung												
2011	100,0	1,7	19,5	5,5	19,0	4,6	4,9	11,5	10,4	19,3	3,5	-
2012	100,0	1,7	19,5	5,4	19,0	4,6	5,0	11,4	10,5	19,4	3,6	-
2013	100,0	1,7	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,5	10,5	19,6	3,6	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2013 Q4	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014 Q1	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0
2014 Q2	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
2014 Q3	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2013 Q4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 Q1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2014 Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2014 Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder, mit Ausnahme von Tabelle 3.1, Spalte 6-8 (18 Euro-Länder).

### 3.3 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>						Produktion im Baugewerbe <sup>1)</sup>	Indikator für den Auftrags-eingang in der Industrie <sup>1)</sup>	Einzelhandelsumsätze				Pkw-Neuzulassungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Insgesamt	Nahrungs-mittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren	Tankstellen	
	Verarbeitendes Gewerbe	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Energie								
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2014	0,6	1,6	1,1	1,5	2,5	-5,4	2,2	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 Q1	1,2	3,1	3,1	4,0	2,5	-9,3	6,7	4,3	0,9	-0,5	2,3	0,8	5,1
Q2	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,8	3,9	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
Q3	0,5	1,1	0,4	1,4	1,8	-3,5	-0,3	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
Q4	-0,1	0,5	-0,6	0,0	2,3	-3,1	-0,7	2,5	2,1	0,7	3,3	1,4	1,6
2014 Aug.	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,4	-3,0	1,5	0,9	1,5	-0,5	3,6	-0,3	4,1
Sept.	0,1	0,7	-0,6	1,5	0,9	-3,2	-2,4	1,2	0,4	0,7	0,3	0,4	2,5
Okt.	0,6	1,1	-0,7	1,4	3,1	-2,3	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
Nov.	-0,8	0,1	-1,0	-1,2	3,0	-5,5	0,5	1,5	1,5	-0,3	3,2	0,2	0,4
Dez.	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,6	-1,7	-3,5	2,3	3,1	2,0	3,9	2,8	0,0
2015 Jan.									3,7	2,2	5,0	6,1	11,0
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2014 Aug.	-1,2	-1,4	-1,1	-3,3	0,2	1,1	0,6	-2,1	0,7	0,2	1,0	0,9	-0,1
Sept.	0,5	0,5	-0,3	2,2	-0,9	0,3	-1,3	1,3	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
Okt.	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-1,1	1,0	0,9	0,6	-0,2	0,9	0,5	3,0
Nov.	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,7	-0,8	-0,5	-1,2	0,6	0,2	1,2	0,4	-2,5
Dez.	0,0	0,0	1,1	0,2	-1,6	0,9	-0,8	2,5	0,4	0,2	0,2	1,9	5,4
2015 Jan.									1,1	1,0	1,2	3,2	2,6

### 3.4 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Nach Art der Erwerbstätigkeit			Nach Wirtschaftszweigen									
	Insgesamt	Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
Gewichte in %													
2011	100,0	85,0	15,0	3,5	15,4	6,7	24,9	2,7	2,7	1,0	12,5	23,7	6,9
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,2	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,7	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,3	-1,4	-0,7	-4,5	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,4	-0,7	0,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,2	-0,1
2013 Q4	-0,4	-0,3	-0,8	0,4	-1,0	-3,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	0,7	0,1	-1,1
2014 Q1	0,0	0,2	-0,6	0,8	-0,7	-2,6	0,2	0,3	-0,9	0,7	1,0	0,5	0,1
Q2	0,4	0,7	-1,1	-0,5	0,2	-2,3	0,8	0,6	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,4
Q3	0,6	0,9	-1,0	-0,7	0,3	-1,7	1,2	1,1	-1,1	0,0	1,8	0,4	1,0
Geleistete Arbeitsstunden													
Gewichte in %													
2011	100,0	80,1	19,9	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,7	1,0	12,3	21,3	6,2
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,3	-0,2	0,4	2,6	0,3	0,1
2012	-1,6	-1,6	-1,3	-2,5	-2,0	-6,4	-1,9	0,4	-0,8	-1,1	-0,3	-0,5	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-5,1	-1,2	0,1	-1,5	-2,2	-0,4	-0,5	-0,6
2013 Q4	-0,3	-0,3	-0,4	1,6	-0,2	-3,1	-0,4	0,7	-0,8	-1,7	0,3	-0,1	-1,1
2014 Q1	0,6	0,7	0,2	2,0	0,9	-1,3	0,6	0,6	-0,4	0,5	0,9	1,0	0,4
Q2	0,3	0,6	-1,3	0,0	0,2	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,3	0,6	-0,2
Q3	0,5	0,9	-1,0	0,1	0,6	-2,1	1,1	1,1	-1,3	-0,7	1,4	0,3	0,4
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2011	0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 Q4	0,1	0,0	0,4	1,3	0,8	0,0	-0,1	0,8	0,1	-1,4	-0,4	-0,2	0,0
2014 Q1	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,4	0,3	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
Q2	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
Q3	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen, experimentelle Statistik der EZB (Tabelle 3.3, Spalte 8) und European Automobile Manufacturers Association (Tabelle 3.3, Spalte 13).

1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder. Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

### 3.5 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio <sup>1)</sup>	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Erwerbs- personen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
Gewichte in % (2013)						81,3		18,7		53,6		46,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,689	3,9	18,177	11,4	5,3	14,617	10,1	3,560	23,6	9,752	11,2	8,425	11,5	1,6
2013	159,668	4,3	19,206	12,0	5,9	15,612	10,7	3,593	24,3	10,292	11,9	8,914	12,1	1,5
2014	.	.	18,572	11,6	.	15,157	10,4	3,415	23,7	9,871	11,4	8,701	11,8	.
2014 Q1	159,224	4,4	18,844	11,8	6,3	15,345	10,5	3,498	24,1	10,091	11,7	8,753	11,9	1,7
Q2	159,538	4,4	18,594	11,6	6,0	15,179	10,4	3,414	23,7	9,904	11,5	8,690	11,8	1,6
Q3	159,973	4,2	18,509	11,5	5,8	15,118	10,3	3,390	23,6	9,782	11,3	8,727	11,8	1,6
Q4	.	.	18,342	11,4	.	14,986	10,2	3,356	23,3	9,708	11,2	8,634	11,6	.
2014 Aug.	-	-	18,468	11,5	-	15,082	10,3	3,385	23,6	9,741	11,3	8,727	11,8	-
Sept.	-	-	18,455	11,5	-	15,078	10,3	3,377	23,4	9,770	11,3	8,684	11,7	-
Okt.	-	-	18,419	11,5	-	15,049	10,3	3,370	23,4	9,767	11,3	8,652	11,7	-
Nov.	-	-	18,408	11,4	-	15,025	10,3	3,383	23,4	9,733	11,2	8,675	11,7	-
Dez.	-	-	18,199	11,3	-	14,883	10,2	3,316	23,1	9,623	11,1	8,576	11,6	-
2015 Jan.	-	-	18,059	11,2	-	14,778	10,1	3,281	22,9	9,567	11,1	8,492	11,4	-

### 3.6 Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaft- lichen Einschätzung (langfris- tiger Durch- schnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauens- indikator für die Verbraucher	Vertrauens- indikator für das Baugewerbe	Ver- trauens- indikator für den Einzel- handel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufs- manager- index (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verar- beitenden Gewerbe	Geschäfts- tätigkeit im Dienstleis- tungssektor	Gesamt- index für die Produktion
		Vertrauens- indikator für die Industrie	Kapazitäts- auslastung (in %)				Vertrauens- indikator für den Dienstleis- tungssektor	Kapazitäts- auslastung (in %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,7	-12,7	-13,9	-8,8	6,5	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,7	78,5	-22,1	-27,7	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,6	-9,3	78,3	-18,6	-29,4	-12,4	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,3	-4,2	79,9	-10,0	-28,0	-3,9	3,8	87,4	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q1	101,5	-3,5	79,8	-11,2	-28,6	-3,0	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
Q2	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,3	-2,2	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
Q3	100,8	-4,8	80,0	-9,9	-27,8	-4,6	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
Q4	100,7	-4,8	80,3	-11,2	-25,2	-5,8	4,8	87,7	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 Sept.	99,9	-5,5	-	-11,4	-27,4	-7,2	3,2	-	50,3	51,0	52,4	52,0
Okt.	100,7	-5,0	80,0	-11,1	-24,4	-6,3	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
Nov.	100,7	-4,3	-	-11,6	-26,1	-5,9	4,4	-	50,1	51,2	51,1	51,1
Dez.	100,6	-5,2	-	-10,9	-25,2	-5,2	5,6	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Jan.	101,4	-4,8	80,7	-8,5	-26,5	-3,6	4,8	87,5	51,0	52,1	52,7	52,6
Febr.	102,1	-4,7	-	-6,7	-26,5	-2,1	4,5	-	51,0	52,1	53,7	53,3

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Tabelle 3.6, Spalte 1-8), Markit (Tabelle 3.6, Spalte 9-12).

1) Nicht saisonbereinigt. Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder.

2) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen.

### 3.7 Zusammengefasste Konten für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(soweit nicht anders angegeben, in jeweiligen Preisen; nicht saisonbereinigt)

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Einkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung		In % des BIP		Veränderung gegen Vorjahr in %	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	33,4	3,5	.	3,2	9,9	2,0
2012	12,9	97,4	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,2	1,5	133,5	1,0	-4,8	0,8
2013	13,1	96,1	-0,5	1,3	-3,9	0,0	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-3,1	0,7
2013 Q4	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-0,1	0,7
2014 Q1	13,1	95,5	0,5	1,4	3,3	1,9	-1,0	31,0	2,4	129,4	1,7	2,1	0,8
Q2	13,0	95,5	0,4	1,5	0,0	2,9	-0,1	31,0	2,2	130,3	2,0	-0,5	1,0
Q3	13,1	94,9	1,6	1,5	0,3	2,7	0,3	31,3	2,3	129,6	1,7	-0,9	0,9

### 3.8 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

(in Mrd €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>5)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Einnahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 Q1	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
Q2	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
Q3	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
Q4	828,2	771,0	57,3	494,2	427,5	176,2	158,5	134,8	125,0	23,1	60,0	11,4	4,9
2014 Juli	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
Aug.	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
Sept.	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
Okt.	277,7	258,1	19,6	164,0	145,7	58,7	52,8	47,2	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
Nov.	272,8	253,0	19,9	161,0	140,8	59,3	51,4	44,7	39,7	7,8	21,1	3,4	1,2
Dez.	277,7	259,9	17,8	169,2	141,0	58,2	54,3	42,9	43,3	7,5	21,2	5,2	2,6
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2014 Dez.	3 303,8	3 063,6	240,2	1 944,1	1 702,3	686,4	607,8	584,7	522,1	88,6	231,5	34,7	14,1
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2014 Dez.	32,9	30,5	2,4	19,4	17,0	6,8	6,1	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,1

### 3.9 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets (Warenverkehr)<sup>6)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>7)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
	1	2	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												
2014 Q1	1,3	0,2	479,8	235,1	95,5	136,9	389,9	437,7	272,4	60,8	96,4	277,9	79,3
Q2	0,8	0,3	480,4	234,3	96,3	137,6	395,2	437,4	270,4	60,6	98,6	281,0	77,3
Q3	3,0	0,4	484,3	235,5	96,5	138,6	396,7	437,3	268,5	60,9	100,1	285,6	74,4
Q4	4,3	-0,5	494,8	.	.	.	406,0	429,8	.	.	.	287,6	.
2014 Juli	2,9	1,0	160,7	78,2	32,1	46,5	131,4	147,6	91,3	20,5	33,4	96,3	25,6
Aug.	-3,1	-4,3	158,4	77,6	30,6	44,9	129,6	142,8	87,4	19,5	33,0	91,8	24,4
Sept.	8,6	4,2	165,2	79,6	33,8	47,1	135,7	146,9	89,8	20,9	33,7	97,4	24,4
Okt.	4,1	-0,2	165,0	79,4	33,7	47,7	134,5	144,9	87,8	20,6	33,8	96,3	23,9
Nov.	0,9	-2,2	165,8	77,9	33,4	48,1	136,1	144,2	86,3	20,2	33,5	95,2	22,4
Dez.	8,1	1,0	164,0	.	.	.	135,4	140,7	.	.	.	96,2	.
	Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												
2014 Q1	1,6	2,6	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,7	101,1	98,1	99,6	101,8	94,7
Q2	0,8	2,4	114,8	113,2	114,3	117,5	115,6	101,7	101,8	98,4	102,4	103,5	93,2
Q3	1,2	2,0	114,4	112,6	114,1	116,2	114,5	101,2	101,1	98,7	101,9	103,6	91,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Juli	1,2	2,3	114,3	112,5	114,3	117,3	114,2	102,9	102,6	103,3	102,5	106,2	91,2
Aug.	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,5	113,6	112,3	99,3	99,1	94,1	100,6	99,8	90,1
Sept.	6,5	6,0	116,7	114,0	119,5	117,6	117,0	101,5	101,7	98,6	102,5	104,9	92,0
Okt.	2,3	0,8	116,5	113,7	118,9	119,4	115,6	100,4	100,6	96,1	101,3	102,5	95,4
Nov.	-0,6	-1,1	117,2	111,8	117,1	120,9	116,5	101,3	100,8	96,8	99,7	101,8	96,5
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB und Eurostat.

- Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettoszunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnungslegung entspricht.
- Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.
- Nicht saisonbereinigt.
- Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
- Gemäß der Klassifikation nach industriellen Hauptgruppen.

# 4 PREISE UND KOSTEN

## 4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorjahr in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2005 = 100	Insgesamt Insgesamt ohne Nahrungsmittel und Energie			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI Insgesamt ohne administrierte Preise
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 Q1	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
Q2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2014 Sept.	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
Okt.	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
Nov.	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7
Dez.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Jan.	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-3,2	-0,1	-0,9	1,2
Febr. <sup>2)</sup>	116,5	-0,3	0,6	-	1,1	-	-	-	-	1,6	-	-	-

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungs- mieten					
Gewichte in % (2015)	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	1,6	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 Q1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
Q2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
Q3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
Q4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2014 Sept.	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Okt.	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
Nov.	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4
Dez.	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4
2015 Jan.	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,0
Febr. <sup>2)</sup>	0,5	0,5	0,5	-	-0,2	-7,9	-	-	-	-	-	-

## 4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bau- gewerbe <sup>3)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3),4)</sup>	Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien <sup>3),4)</sup>
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verar- beitendes Gewerbe	Zusammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zusam- men	Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungs- mittel				
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,0	-1,3
2014	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-1,1	0,4	0,4	-0,8	0,4	-4,4	-	-	-
2014 Q1	107,7	-1,5	-1,0	-0,4	-1,8	0,3	0,9	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,6	-
Q2	107,2	-1,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,3	0,9	-0,3	0,5	-3,1	0,2	0,1	-
Q3	106,9	-1,4	-0,5	0,0	-0,6	0,5	0,2	-1,0	0,4	-4,5	0,4	0,5	-
Q4	106,1	-1,8	-1,5	-0,2	-0,7	0,6	-0,3	-1,6	0,4	-5,8	-	-	-
2014 Aug.	106,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	0,3	-1,0	0,4	-5,0	-	-	-
Sept.	106,9	-1,4	-0,7	0,0	-0,5	0,6	-0,1	-1,4	0,3	-4,6	-	-	-
Okt.	106,6	-1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,6	-0,3	-1,5	0,4	-4,1	-	-	-
Nov.	106,3	-1,5	-1,2	-0,1	-0,5	0,6	-0,3	-1,5	0,3	-4,9	-	-	-
Dez.	105,3	-2,6	-2,4	-0,4	-1,0	0,6	-0,4	-1,7	0,3	-8,3	-	-	-
2015 Jan.	104,3	-3,4	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,8	0,1	-10,2	-	-	-

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von IPD-Daten und nationalen Quellen (Table 4.2, Spalte 13).

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Angaben, die üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

3) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder.

4) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

Gewichte in %	BIP-Deflatoren <sup>1)</sup>						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte <sup>2)</sup>		Importe <sup>2)</sup>	Importgewichtet <sup>3)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>3)</sup>			
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates				Bruttoanlageinvestitionen	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2012	102,4	1,3	1,6	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013	103,8	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014 Q1	104,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,2	-1,0	-1,6	78,6	-12,3	-7,2	-14,7	-10,2	-5,2	-14,1
Q2	104,5	0,8	0,7	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,0	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
Q3	104,7	0,8	0,7	0,6	0,9	0,4	-0,6	-0,9	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,2	9,6	-2,0
2014 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-4,3	0,0	-6,4	-0,5	1,4	-2,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-2,2	9,0	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	1,7	14,3	-4,3	7,8	17,2	0,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	.	.	-2,1	.	.	2,2

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe		Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungssektor	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	1,9	-12,4	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,4	2,0	-1,7	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-0,9	0,8	-17,7	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q1	0,5	1,9	0,2	-18,0	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
Q2	-0,9	-0,5	0,1	-20,0	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
Q3	-0,7	-1,3	0,2	-17,0	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
Q4	-2,1	-3,8	2,6	-15,6	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2014 Sept.	-1,9	-4,2	-0,6	-16,9	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
Okt.	0,4	-5,6	1,6	-16,8	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4
Nov.	-1,5	-3,0	3,3	-14,9	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1
Dez.	-5,1	-2,9	2,8	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Jan.	-5,9	-3,1	-0,8	-17,0	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Febr.	-5,5	0,5	1,6	-18,0	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Thomson Reuters (Tabelle 4.3, Spalte 9).

1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder.

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

3) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2004-2006; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Binnennachfrage im Zeitraum 2004-2006.

#### 4.5 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt (Index: 2010=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2011	100,6	0,6	0,4	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,3	0,9	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,4	2,1	2,7	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,4	2,1	0,4	1,5	1,9	2,5	-2,5	1,1	1,6	2,3
2013 Q4	104,2	1,2	-4,0	0,3	-0,1	0,8	1,8	3,3	-2,6	0,6	2,7	2,0
2014 Q1	104,5	0,8	-3,8	1,0	-0,5	0,3	3,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8
Q2	104,8	1,0	-3,2	1,7	0,1	0,4	3,6	0,6	0,2	2,2	0,8	1,6
Q3	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,7	0,5	0,5	2,4	0,9	1,4
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2011	102,1	2,1	3,5	2,9	3,1	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,4
2012	103,8	1,7	1,7	2,2	2,5	1,7	1,9	1,0	1,9	2,4	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,2	2,7	1,5	1,5	1,1	2,4	-0,5	0,9	1,8	1,7
2013 Q4	106,4	2,0	-0,1	2,5	2,0	1,3	1,1	2,8	-1,2	0,8	2,8	2,5
2014 Q1	106,9	1,8	-0,1	2,7	3,3	1,8	2,7	1,1	0,6	1,6	1,5	1,5
Q2	107,0	1,4	0,7	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,9	1,3	1,3	1,2
Q3	107,4	1,3	1,7	1,9	1,1	1,0	1,8	1,7	1,6	1,7	1,3	0,7
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,8	1,9	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,2	-0,9	1,7	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,1	-0,1	-0,8	-0,1	2,0	-0,1	0,2	-0,6
2013 Q4	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,6	-0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
2014 Q1	102,3	1,0	3,9	1,7	3,8	1,4	-1,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,7
Q2	102,1	0,4	4,1	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,4	0,7	-0,8	0,4	-0,4
Q3	102,0	0,2	4,5	0,4	0,4	0,4	-1,9	1,1	1,0	-0,7	0,4	-0,7
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2011	101,8	1,8	2,5	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,3	2,7	1,1	1,4
2012	104,7	2,8	3,6	3,7	4,8	3,4	2,4	1,5	2,1	3,1	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,4	2,5	2,6	2,1	1,1	2,8	0,8	1,8	2,1	2,1
2013 Q4	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,0	1,6	0,6	2,8	0,7	1,2	3,0	2,4
2014 Q1	108,0	1,2	-0,6	1,0	1,9	1,5	2,2	0,7	0,9	1,7	1,0	1,0
Q2	108,4	1,5	1,6	1,9	2,2	1,4	1,9	2,4	2,1	1,4	1,1	1,5
Q3	108,7	1,3	2,2	1,5	1,3	1,1	1,5	1,9	1,6	1,5	1,3	1,0
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2011	101,4	1,4	3,1	2,2	0,8	1,8	3,8	1,4	1,4	-0,3	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,6	1,5	1,5	0,5	2,2	1,9	1,0	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,6	1,9	0,5	-0,8	0,2	3,1	0,5	0,5	-0,1
2013 Q4	103,3	0,7	2,8	1,3	2,1	0,7	-1,4	-0,6	2,8	0,6	0,3	0,4
2014 Q1	103,4	0,4	2,7	0,1	2,4	1,1	-1,4	0,0	0,5	0,5	0,0	0,4
Q2	103,6	0,6	3,5	0,4	2,1	1,0	-1,7	1,7	1,3	-0,3	0,3	0,2
Q3	103,4	0,3	3,6	0,1	0,8	0,5	-2,0	1,4	1,7	-0,3	0,5	-0,2

#### 4.6 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2008 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdieste <sup>2)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	7
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2014							1,8
2014 Q1	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
Q2	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,8
Q3	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7
Q4							1,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder.

2) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

# 5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repogeschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	7	8			9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
2014	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2014 Q1	924,8	4 563,3	5 488,0	1 667,7	2 125,3	3 793,1	9 281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9 886,2
Q2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9 963,6
Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
Q4	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2014 Aug.	943,3	4 713,3	5 656,6	1 658,2	2 134,2	3 792,3	9 448,9	128,5	404,1	74,1	606,7	10 055,6
Sept.	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
Okt.	949,5	4 794,0	5 743,5	1 625,7	2 132,5	3 758,2	9 501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10 131,4
Nov.	956,5	4 858,0	5 814,5	1 619,3	2 138,4	3 757,7	9 572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10 206,7
Dez.	967,3	4 948,5	5 915,9	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10 330,2
2015 Jan. <sup>(a)</sup>	984,8	5 057,5	6 042,3	1 579,2	2 121,7	3 700,9	9 743,3	120,5	438,6	136,1	695,1	10 438,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,0	427,9	-96,0	3,7	-92,4	335,6	0,8	7,2	26,2	34,2	369,7
2014 Q1	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
Q3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
Q4	19,1	125,8	144,9	-45,0	-9,0	-54,0	90,9	-0,5	11,3	30,5	41,3	132,2
2014 Aug.	7,0	42,0	48,9	-12,0	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
Sept.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
Okt.	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,3	43,0
Nov.	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
Dez.	10,8	13,3	24,1	-17,4	-10,3	-27,8	-3,7	-6,4	-4,4	28,1	17,4	13,7
2015 Jan. <sup>(a)</sup>	16,4	83,8	100,1	-33,7	-7,4	-41,1	59,0	-2,4	6,6	10,0	14,2	73,2
Wachstumsraten												
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 Q1	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Q4	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 Aug.	5,8	5,9	5,8	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,8	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
Sept.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Okt.	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,1	2,5
Nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,1	0,2	3,1
Dez.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2015 Jan. <sup>(a)</sup>	7,7	9,2	9,0	-6,8	-0,1	-3,1	4,0	-3,9	0,1	44,3	4,6	4,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5.2 In M3 enthaltene Einlagen<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 Q1	1 732,1	1 223,8	398,2	95,2	15,0	5 442,6	2 583,8	864,5	1 988,6	5,7	779,8	205,7	313,3
Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
Q3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Q4	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 Aug.	1 778,9	1 270,2	394,8	98,5	15,4	5 513,4	2 664,4	850,0	1 994,2	4,9	800,9	216,7	324,2
Sept.	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Okt.	1 790,5	1 297,4	379,3	100,3	13,5	5 531,9	2 700,0	836,4	1 990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
Nov.	1 816,1	1 320,0	382,1	100,9	13,1	5 552,5	2 730,6	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Dez.	1 817,6	1 332,9	368,7	96,5	19,5	5 558,7	2 754,8	810,9	1 990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2015 Jan. <sup>(6)</sup>	1 854,3	1 379,5	366,8	96,6	11,4	5 567,6	2 787,7	795,4	1 980,1	4,4	884,3	227,5	345,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,3	-25,5	1,2	2,5	142,3	210,5	-65,4	-1,2	-1,7	44,5	5,5	17,6
2014 Q1	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	12,3	13,1
Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
Q3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
Q4	7,0	16,4	-12,1	-1,4	4,0	27,9	69,1	-32,8	-6,4	-2,0	54,4	-9,0	-9,0
2014 Aug.	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,5	21,7	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
Sept.	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
Okt.	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
Nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Dez.	-19,7	-19,9	-3,3	-2,8	6,3	7,1	25,3	-14,9	-1,4	-1,9	9,6	-11,9	-6,0
2015 Jan. <sup>(6)</sup>	24,1	36,3	-3,9	0,0	-8,3	-3,6	25,0	-20,9	-9,3	1,6	-6,6	8,8	17,6
<b>Wachstumsraten</b>													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 Q1	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-4,3	2,3
Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
Q3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Q4	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 Aug.	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,2	5,5	2,6
Sept.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Okt.	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
Nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Dez.	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2015 Jan. <sup>(6)</sup>	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-8,7	6,1	0,2	9,2

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und den Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

### 5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet							Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite							
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Bestände</b>											
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	-	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2
2014 Q1	3 454,0	1 113,0	2 341,0	12 661,6	10 531,2	-	4 337,6	5 232,2	860,6	100,7	1 329,9	800,5
Q2	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1
Q3	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	809,8
Q4	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	-	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2
2014 Aug.	3 500,5	1 105,4	2 395,0	12 560,7	10 435,0	-	4 290,6	5 191,5	855,1	97,8	1 314,4	811,3
Sept.	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	809,8
Okt.	3 523,4	1 097,3	2 426,2	12 543,8	10 431,5	-	4 277,4	5 197,3	853,9	102,9	1 301,0	811,3
Nov.	3 538,3	1 108,8	2 429,4	12 533,4	10 431,0	-	4 271,4	5 194,8	857,5	107,4	1 291,8	810,5
Dez.	3 602,2	1 129,9	2 472,3	12 582,1	10 515,6	-	4 284,2	5 200,0	903,3	128,1	1 291,3	775,2
2015 Jan. <sup>(6)</sup>	3 648,6	1 149,8	2 498,8	12 654,8	10 584,7	-	4 299,6	5 222,6	923,7	138,9	1 294,2	775,9
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	66,3	16,1	50,2	-87,1	-51,4	17,7	-59,4	-14,7	11,2	11,6	-71,2	35,5
2014 Q1	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
Q2	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
Q3	41,1	-1,4	42,5	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
Q4	39,7	12,6	27,1	22,3	22,8	32,9	3,8	5,4	7,0	6,6	-17,9	17,4
2014 Aug.	20,5	-1,4	21,9	-10,5	-3,0	-2,4	-3,5	3,2	1,6	-4,3	-7,3	-0,2
Sept.	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5
Okt.	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6
Nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,6	10,0	-4,0	-1,3	3,4	4,5	-10,7	-5,7
Dez.	16,4	7,7	8,7	42,1	23,9	24,5	10,3	2,5	8,6	2,5	-0,2	18,4
2015 Jan. <sup>(6)</sup>	33,0	13,8	19,3	16,2	22,9	24,4	-4,2	4,3	12,3	10,5	3,5	-10,2
	<b>Wachstumsraten</b>											
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014 Q1	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
Q4	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014 Aug.	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6
Sept.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
Okt.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5
Nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5
Dez.	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2015 Jan. <sup>(6)</sup>	2,1	1,6	2,4	-0,5	-0,1	0,5	-1,2	-0,2	3,0	19,4	-5,0	3,2

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.
- Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und den Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>4)</sup>					Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	<b>Bestände</b>									
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 284,2	-	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	-	562,2	3 860,2	777,6
2014 Q1	4 337,6	-	1 056,9	732,8	2 548,0	5 232,2	-	572,3	3 864,2	795,7
Q2	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 832,2	788,5
Q3	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 284,2	-	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	-	562,2	3 860,2	777,6
2014 Aug.	4 290,6	-	1 049,4	730,1	2 511,0	5 191,5	-	566,8	3 840,7	784,0
Sept.	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Okt.	4 277,4	-	1 053,1	723,9	2 500,5	5 197,3	-	568,8	3 847,9	780,6
Nov.	4 271,4	-	1 040,1	734,1	2 497,1	5 194,8	-	566,8	3 848,2	779,8
Dez.	4 284,2	-	1 082,7	725,8	2 475,7	5 200,0	-	562,2	3 860,2	777,6
2015 Jan. <sup>(p)</sup>	4 299,6	-	1 086,8	736,5	2 476,2	5 222,6	-	566,2	3 876,4	780,0
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>									
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,4	-46,5	-13,1	0,9	-47,3	-14,7	41,0	-5,4	-3,1	-6,3
2014 Q1	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
Q2	-18,7	-7,6	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
Q3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
Q4	3,8	6,0	-6,7	8,2	2,3	5,4	13,7	-4,6	9,5	0,4
2014 Aug.	-3,5	-3,1	-2,0	-1,1	-0,3	3,2	3,3	-1,2	1,6	2,8
Sept.	-3,7	-4,0	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
Okt.	-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
Nov.	-4,0	-2,7	-12,6	10,7	-2,1	-1,3	4,7	-1,5	0,0	0,2
Dez.	10,3	10,5	7,6	-1,6	4,2	2,5	3,4	-4,9	5,6	1,9
2015 Jan. <sup>(p)</sup>	-4,2	-3,6	-4,4	4,7	-4,5	4,3	5,1	-0,1	4,0	0,4
	<b>Wachstumsraten</b>									
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 Q1	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
Q2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 Aug.	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,3
Sept.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Okt.	-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
Nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
Dez.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2015 Jan. <sup>(p)</sup>	-1,2	-0,9	-1,0	1,1	-2,0	-0,2	0,9	-0,9	0,0	-0,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und den Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	<b>Bestände</b>									
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2014 Q1	260,9	7 343,1	2 355,5	91,1	2 472,5	2 423,9	1 256,1	118,5	177,0	116,7
Q2	270,3	7 295,1	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,2	1 357,6	135,3	171,3	119,0
Q3	249,7	7 332,2	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,1	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Q4	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2014 Aug.	266,2	7 317,9	2 289,8	91,9	2 448,4	2 487,8	1 416,5	162,1	172,0	116,9
Sept.	249,7	7 332,2	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,1	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Okt.	254,3	7 270,2	2 264,8	91,8	2 420,2	2 493,4	1 418,0	170,6	183,1	121,1
Nov.	256,4	7 262,5	2 258,4	91,0	2 404,7	2 508,5	1 466,6	187,3	184,4	130,8
Dez.	263,4	7 182,1	2 252,4	92,0	2 375,1	2 462,7	1 406,7	184,7	184,5	139,8
2015 Jan. <sup>3)</sup>	305,0	7 290,3	2 237,9	92,7	2 403,0	2 556,8	1 507,8	222,4	202,9	131,3
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>									
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-3,3	-169,4	-120,5	1,8	-154,2	103,5	230,7	-12,9	0,7	17,7
2014 Q1	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
Q3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
Q4	8,0	-102,6	-25,8	1,0	-76,7	-1,0	31,5	-55,9	20,9	18,1
2014 Aug.	-6,1	1,5	-4,5	1,1	-5,5	10,4	-0,9	24,7	2,2	-4,1
Sept.	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
Okt.	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,9	-13,5	19,5	-0,5
Nov.	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,8	19,4	1,3	9,6
Dez.	3,6	-50,7	-7,0	2,4	-33,5	-12,5	-30,1	-61,8	0,1	9,0
2015 Jan. <sup>3)</sup>	39,4	-26,5	-19,5	-0,3	-12,5	5,8	5,8	31,1	18,4	-8,5
	<b>Wachstumsraten</b>									
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 Q1	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Q4	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 Aug.	-6,0	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,4	-0,9
Sept.	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Okt.	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
Nov.	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	-	-	-4,4	-6,6
Dez.	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2015 Jan. <sup>3)</sup>	23,4	-2,6	-5,7	2,4	-5,9	3,8	-	-	22,1	26,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie der von Zentralstaaten gehaltenen Wertpapiere des MFI-Sektors.

3) Nicht saisonbereinigt.

# 6 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

## 6.1 Finanzierungssaldo, Einnahmen und Ausgaben<sup>1), 2)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungs-saldo	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens-wirksame Ausgaben
		Ins-gesamt	Laufende Einnahmen			Vermögens-wirksame Einnahmen	Ins-gesamt	Laufende Ausgaben						
			Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial-beiträge			Arbeitnehmer-entgelt	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Sozial-ausgaben <sup>3)</sup>			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 Q2	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8
Q3	-2,5	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,4	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,1	3,7

## 6.2 Verschuldung<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Ins-gesamt	Schuldart			Gläubiger		Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung		
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Gebietsansässige	Gebiets-fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahre	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 Q2	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,1	2,6	16,5	73,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

## 6.3 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schulden-quote <sup>4)</sup>	Primärsaldo	Deficit-Debt-Adjustments <sup>5)</sup>								Wachstum/ Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneu-verschuldung
			Ins-gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen	Sonstige		
				Zusam-men	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 Q2	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,3	2,5
Q3	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,2	1,2	2,7

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

1) Vierteljährliche Quoten (in % des BIP) als kumulierte Vierteljahrsumme (Stromgrößen und BIP), Stand am Quartalsende (Bestände).

2) Einschließlich Transaktionen des EU-Haushalts (Jahreswerte konsolidiert).

3) Jahresdaten einschließlich laufender Transfers an private Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Differenz gegenüber der Vorperiode, d. h. gegenüber dem Vorjahr (jährliche Schuldenquote) bzw. gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal (vierteljährliche Schuldenquote).

5) Quartalswerte einschließlich der zwischenstaatlichen Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise.

## 6.4 Staatliche Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

(Schuldendienst in % des BIP; durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren; nominale Durchschnittsrenditen in % p. a.)

	Schuldendienst über 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung <sup>5)</sup>		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung			
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,3	1,8
2014	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2014 Q2	16,9	14,7	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,6	3,6	2,8	1,1	1,6
2014 Q3	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Aug.	17,9	15,8	6,1	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,6	2,8	1,0	1,7
2014 Sept.	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Okt.	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,9	1,7
2014 Nov.	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7
2014 Dez.	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015 Jan.	15,7	13,7	5,1	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7

## 6.5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets<sup>6)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien	Deutschland	Estland	Irland	Griechenland	Spanien	Frankreich	Italien	Zypern	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Finanzierungssaldo										
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8	
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9	
2014 Q2	-3,2	0,5	-0,3	-5,3	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1	
2014 Q3	-3,0	0,7	-0,2	-4,7	-2,2	-5,8	-4,4	-3,1	-2,3	
Verschuldung										
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5	
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0	
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5	
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2	
2014 Q2	108,8	75,3	10,5	117,0	177,5	96,4	95,2	133,8	109,8	
2014 Q3	108,2	74,8	10,5	114,8	176,0	96,8	95,3	131,8	104,7	
	Lettland	Litauen	Luxemburg	Malta	Niederlande	Österreich	Portugal	Slowenien	Slowakei	Finnland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Finanzierungssaldo										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 Q2	0,1	-1,1	0,5	-3,3	-3,0	-1,5	-4,8	-12,7	-2,8	-2,7
2014 Q3	0,0	-0,6	0,7	-2,5	-2,7	-1,5	-4,3	-13,0	-3,1	-2,7
Verschuldung										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 Q2	41,0	38,7	23,2	74,6	69,6	82,3	129,5	78,3	55,6	58,9
2014 Q3	40,4	38,3	22,9	71,9	69,0	80,7	131,4	78,1	55,4	58,1

Quellen: EZB (staatliche Schuldverschreibungen) und Eurostat (Finanzierungssaldo und Verschuldung).

- 1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.
- 2) Tilgungs- und Zinsausgabenströme während der Schuldendienstperiode.
- 3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.
- 4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.
- 5) Ohne Berücksichtigung kurzfristiger Schuldverschreibungen, die innerhalb der nächsten zwölf Monate begeben und getilgt werden.
- 6) Vierteljährliche Quoten (in % des BIP) als kumulierte Vierquartalsumme (Stromgrößen und BIP), Stand am Quartalsende (Bestände).