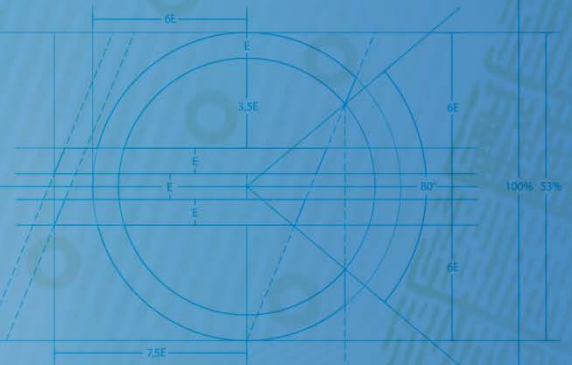
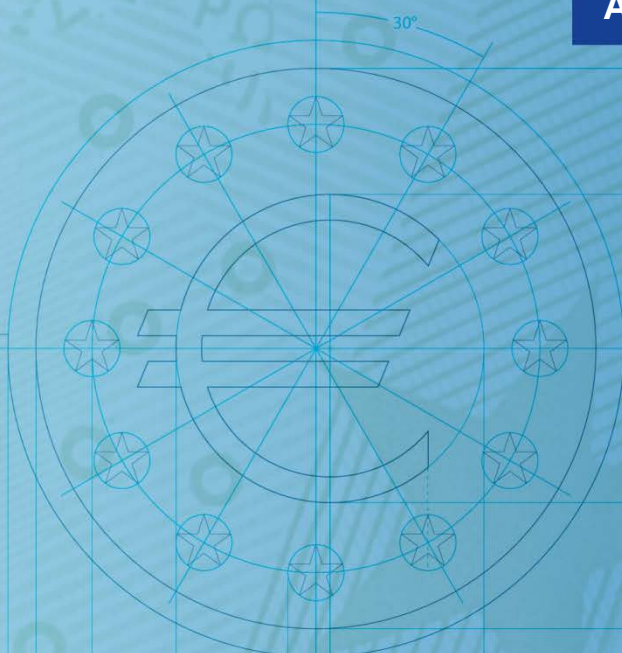




EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2016



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklung</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	9
3 Konjunktorentwicklung	11
4 Preise und Kosten	14
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	16
<b>Kästen</b>	
1 Jüngste Entwicklung der Kapitalströme in die Schwellenländer	20
2 Der Markt für Unternehmensanleihen und das EZB-Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors	24
3 Statistische Meldepflicht für den Geldmarkt in Kraft getreten	29
4 Aktuelle Entwicklung der Bautätigkeit im Euro-Währungsgebiet	32
5 Entwicklung der Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet	35
6 Länderspezifische Empfehlungen 2016	40
<b>Aufsätze</b>	
1 Die Schichten des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes – eine Bestandsaufnahme	44
2 Neue Erkenntnisse zur Lohnanpassung in Europa im Zeitraum von 2010 bis 2013	65
3 Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU	92
<b>Statistik</b>	<b>118</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

# Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Die nach der Volksabstimmung im Vereinigten Königreich über die EU-Mitgliedschaft beobachtete Volatilität an den Finanzmärkten war nur von kurzer Dauer. Allerdings hat sich die Unsicherheit bezüglich der weltwirtschaftlichen Aussichten erhöht und die aktuellen Daten zum zweiten Quartal deuten auf eine gedämpfte Entwicklung von Weltkonjunktur und Welthandel hin. Unterdessen blieben die Gesamtinflationsraten weltweit auf einem niedrigen Stand, worin sich in erster Linie der Rückgang der Energiepreise in der Vergangenheit widerspiegelte. Die Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung auf globaler Ebene – und hier vor allem in den Schwellenländern – sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich insbesondere aus politischen Unwägbarkeiten und der Volatilität an den Finanzmärkten ergeben.

Die Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets haben die Unsicherheits- und Volatilitätsschübe nach dem Referendum im Vereinigten Königreich mit einer zuversichtlich stimmenden Widerstandsfähigkeit überwunden. Infolgedessen geht von den finanziellen Bedingungen weiterhin eine in hohem Maße stützende Wirkung aus. Die Terminzinskurve des EONIA verschob sich vor allem am längeren Ende – möglicherweise als Ausdruck von Erwartungen eines niedrigeren Wachstums und zusätzlicher geldpolitischer Schritte – nach unten; die Renditen von Staatsanleihen mit niedrigem Risiko sanken ebenfalls, sodass sich die Spreads zu zehnjährigen Bundesanleihen verringerten. Auch die Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen gingen weiter zurück. Unterdessen gaben die Aktienkurse von Banken im Euroraum weiter nach.

Getragen von der Binnennachfrage und dem nach wie vor moderaten Exportwachstum hat die Konjunkturerholung im Eurogebiet weiter Bestand. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte sich die konjunkturelle Erholung in einem mäßigen Tempo fortsetzen. Die Binnennachfrage wird weiterhin durch das Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Realwirtschaft unterstützt. Von den günstigen Finanzierungsbedingungen und der verbesserten Ertragslage der Unternehmen gehen nach wie vor positive Effekte auf die Investitionstätigkeit aus. Das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und somit auch die privaten Konsumausgaben werden durch den anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der unter anderem auch von vergangenen Strukturreformen profitiert, und durch den noch immer relativ niedrigen Ölpreis zusätzlich gestützt. Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte 2016 leicht expansiv sein und 2017 sowie 2018 weitgehend neutral ausfallen. Zugleich wird die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet unter anderem durch das Ergebnis des Referendums im Vereinigten Königreich und andere geopolitische Unsicherheiten, die gedämpften Wachstumsaussichten in den Schwellenländern, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Wirtschaftssektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen

gebremst. Vor diesem Hintergrund sind die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin nach unten gerichtet.

Die Gesamtinflationsrate für das Euro-Währungsgebiet bewegte sich in den letzten Monaten weiter um den Wert null. Die Messgrößen der Kerninflation lassen insgesamt noch keinen eindeutigen Aufwärtstrend erkennen und der Inflationsdruck ist nach wie vor gedämpft. Die marktbasiereten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen sind erneut gesunken und bleiben deutlich unter den entsprechenden umfragebasierten Messgrößen. Auf Grundlage der aktuellen Terminpreise für Öl dürften die Teuerungsraten in den nächsten Monaten weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau liegen, bevor sie im späteren Jahresverlauf 2016 – vor allem aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit der Jahresänderungsrate der Energiepreise – wohl allmählich anziehen werden. Befördert von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturerholung dürften die Inflationsraten 2017 und 2018 weiter steigen.

Die seit Juni 2014 unternommenen geldpolitischen Schritte – darunter auch das umfassende neue Maßnahmenbündel vom März d. J. – haben die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie die Kreditströme im gesamten Euroraum deutlich verbessert und damit auch die konjunkturelle Belegung unterstützt. Die niedrigen Zinsen sowie der Effekt der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB wirken sich weiterhin stützend auf das robuste Geldmengenwachstum und die allmähliche Erholung der Kreditentwicklung aus. Die Banken geben die günstigen Refinanzierungsbedingungen in Form niedrigerer Darlehenszinsen weiter und die verbesserten Kreditkonditionen wirken sich förderlich auf die Erholung der Kreditvergabe aus. So deutet die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das zweite Quartal 2016 auf eine weitere Verbesserung der Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie einen anhaltenden Anstieg der Kreditnachfrage in sämtlichen Kategorien hin. Angesichts der herrschenden Unsicherheit ist es von entscheidender Bedeutung, dass der Bankkreditkanal weiterhin gut funktioniert.

In seiner Sitzung am 21. Juli 2016 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten durch die EZB hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. In Bezug auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen bestätigte der EZB-Rat, dass die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten im Umfang von 80 Mrd € bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange erfolgen sollen, bis er eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht.

Angesichts der vorhandenen Unsicherheit wird der EZB-Rat auch künftig die Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen sehr genau beobachten und die Übertragung seiner akkommodierenden Geldpolitik auf die Realwirtschaft sicherstellen. In den kommenden Monaten wird der EZB-Rat, sobald weitere Informationen einschließlich der neuen Stabsprojektionen vorliegen, besser in der Lage sein, die

zugrunde liegenden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen, den wahrscheinlichsten Inflations- und Wachstumspfad sowie die Verteilung der Risiken für diesen Ausblick neu zu beurteilen. Falls zur Erreichung seines Ziels erforderlich, wird der EZB-Rat handeln, indem er alle im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente einsetzt.

Der EZB-Rat bekräftigte die Notwendigkeit, einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu wahren, um eine möglichst baldige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen.

## 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

**Das Votum des Vereinigten Königreichs für einen Austritt aus der Europäischen Union führte zu einiger Volatilität an den Finanzmärkten und zu erhöhter Unsicherheit über die weltwirtschaftlichen Wachstumsaussichten.** Die Finanzmärkte wurden vom Ausgang des Referendums überrascht, und die Preise passten sich unmittelbar nach Bekanntwerden des Ergebnisses rasch an. Seit dem 23. Juni 2016 hat das Pfund Sterling deutlich an Wert verloren. Die Auswirkungen auf die meisten Märkte weltweit waren jedoch von kurzer Dauer, wenngleich die Bankaktienkurse – vor allem im Euro-Währungsgebiet – fielen. Die Unsicherheit über die globalen Konjunkturaussichten hat seit dem Referendum zugenommen. Kurzfristig waren die Folgen hauptsächlich in der britischen Wirtschaft zu spüren, da die Ungewissheit über die künftigen Handels- und Investitionsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU die Nachfrage belastet. Andere europäische Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets, vor allem jene mit engen Handelsbeziehungen zum Vereinigten Königreich, sind möglicherweise ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen worden. Außerhalb Europas dürften sich die Auswirkungen stärker in Grenzen halten, doch ist die politische Unsicherheit in den Industrieländern gestiegen, was das Vertrauen und die Investitionen dämpfen könnte. Prognosen des privaten Sektors für wichtige Volkswirtschaften wurden geringfügig nach unten korrigiert.

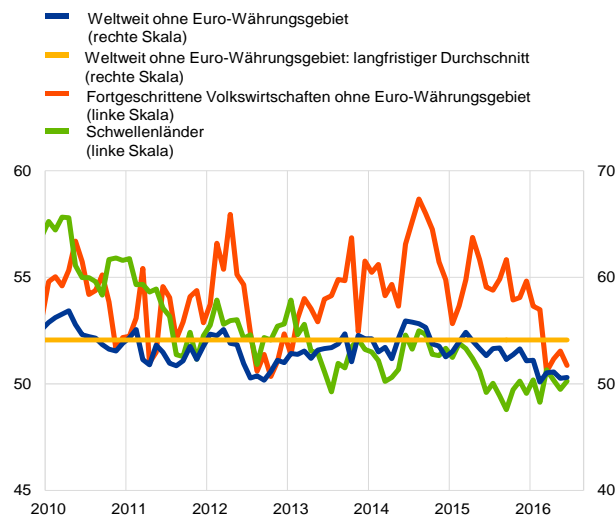
**Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit erwarten die Finanzmärkte einen expansiveren geldpolitischen Kurs in führenden Industrieländern.** Auf ihrer Sitzung im Juli beließ die Bank of England die Leitzinsen unverändert, signalisierte aber mögliche Maßnahmen in der nahen Zukunft. In den Vereinigten Staaten haben sich die Zinserhöhungserwartungen für 2016 abgeschwächt. Am Verlauf der Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt lässt sich ablesen, dass die Märkte erst für das Jahresende 2017 eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte vollständig einpreisen. Die Finanzmärkte gehen außerdem von einer weiteren geldpolitischen Lockerung seitens der Bank von Japan aus.

**Die globalen Indikatoren für das zweite Quartal 2016 lassen auf eine gedämpfte Entwicklung von Konjunktur und Handel schließen.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie war im zweiten Jahresviertel abermals rückläufig und sank auf den niedrigsten Wert seit Ende 2012 (51,3 Punkte) (siehe Abbildung 1). Das Welthandelswachstum schwächte sich erneut ab. Im April 2016 verringerte sich das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren im Dreimonatsvergleich um 0,6 %. Während sich das Handelswachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften positiv entwickelte, verschlechterte es sich in den Schwellenländern, insbesondere in Asien, weiter. Die kurzfristigen Aussichten für den Welthandel sind gedämpft, wobei der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Juni unter dem Schwellenwert von 50 Punkten blieb.

**Abbildung 1**

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

(Diffusionsindex: 50 = keine Veränderung)

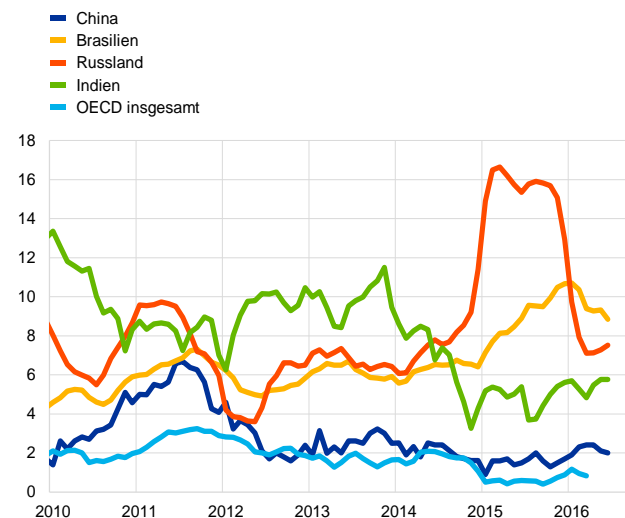


Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2016.

**Abbildung 2**

**Anstieg der Verbraucherpreise**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und nationale Quellen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben zu den einzelnen Ländern beziehen sich auf

**Die Gesamtinflation hielt sich weltweit auf einem niedrigen Niveau.** In den OECD-Ländern stieg die jährliche VPI-Teuerungsrate im Mai um 0,8 % und somit im selben Umfang wie in den beiden vorangegangenen Monaten (siehe Abbildung 2). Die Energiekomponente belastete die Inflation weiter. Die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich im OECD-Raum im Mai auf 1,9 %. Was die großen Schwellenländer anbelangt, so verringerte sich die Inflationsrate in China und Brasilien, während sie in Indien unverändert blieb. Russland verzeichnete einen Aufwärtstrend nach einem deutlichen Inflationsrückgang im vergangenen Jahr.

**Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent sind seit Anfang Juni leicht gesunken.** Das Ölangebot der OPEC-Länder stieg im Juni hauptsächlich aufgrund einer Ausweitung der Produktion in Iran, Saudi-Arabien und Nigeria an. Auch die Nicht-OPEC-Staaten erhöhten ihre Fördermenge im selben Monat, gestützt durch eine Teilerholung der kanadischen Ölproduktion. Was die Nachfrage betrifft, so wurden die Prognosen der Internationalen Energieagentur zum Wachstum der globalen Ölnachfrage im Jahr 2016 nach oben revidiert. Die Preise für Rohstoffe ohne Öl haben seit Anfang Juni geringfügig zugelegt.

**In den Vereinigten Staaten zog die Konjunktur wieder an, nachdem zu Jahresbeginn eine leichte Eintrübung zu beobachten gewesen war.** In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (1,1 % auf Jahresrate hochgerechnet), wofür geringere Ausgaben der privaten Haushalte und ein Rückgang der Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus verantwortlich waren. Die aktuellen Daten deuten jedoch auf eine Erholung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal hin. So beschleunigte sich der Anstieg der privaten Konsumausgaben, was auf eine



Zunahme des real verfügbaren Einkommens und des Nettovermögens der Privathaushalte (unter anderem infolge der verbesserten Bedingungen am Wohnimmobilienmarkt) zurückzuführen war. Die Einzelhandelsumsätze legten im April und Mai kontinuierlich zu, und der Kfz-Handel belebte sich im Anschluss an eine im März verzeichnete Schwächephase wieder. Zudem zeigt sich der Arbeitsmarkt weiterhin stabil. So stieg die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft im Juni um 287 000 nach moderateren Zuwächsen in den beiden vorangegangenen Monaten. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate fiel im Juni auf 1,0 %, was einer geringeren Zunahme der Energie- und Nahrungsmittelpreise geschuldet war. Die um diese beiden Komponenten bereinigte Inflationsrate stieg indes leicht auf 2,3 % und erreichte damit den höchsten Wert seit vier Jahren.

**In Japan wird nach wie vor eine geringe Wachstumsdynamik verzeichnet.** Nach einem Rückgang des BIP im Schlussquartal 2015 wurde im ersten Jahresviertel 2016 ein Anstieg von 0,5 % gegenüber dem Vorquartal erzielt. Die aktuellen Indikatoren lassen jedoch auf eine verhaltene Wirtschaftstätigkeit im zweiten Vierteljahr schließen, da die Industrieproduktion im Mai schrumpfte und die Tankan-Umfrage der Bank von Japan auf eine leichte Eintrübung des Geschäftsklimas hindeutete. Die Lage am Arbeitsmarkt ist angespannt, wobei die Arbeitslosenquote im Mai bei 3,2 % und somit auf dem niedrigsten Stand seit über zwei Jahrzehnten lag. Das Lohnwachstum bleibt hingegen schwach. Die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate fiel im Mai weiter in den negativen Bereich.

**Im Vereinigten Königreich wird sich das Wirtschaftswachstum den Erwartungen zufolge im zweiten Halbjahr abschwächen.** Im ersten Quartal 2016 verringerte sich der BIP-Zuwachs verglichen mit dem Vorquartal auf 0,4 %. Die Konjunktur wurde überwiegend vom kräftigen privaten Konsum getragen, während die Investitionen zurückgingen und vom Außenbeitrag erneut ein negativer Wachstumsimpuls ausging. Die Kurzfristindikatoren lassen erkennen, dass das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich im zweiten Jahresviertel 2016 relativ robust war und einen ähnlichen Wert wie im Vorquartal erreichte. Allerdings dürfte die Unsicherheit, die durch das Ergebnis des britischen Referendums aufgekommen ist, die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht belasten, insbesondere was die Investitionen und den Handel betrifft.

**In China stehen die gesamtwirtschaftlichen Daten nach wie vor mit einer allmählichen Verringerung des Wachstumstempos im Einklang.** Im zweiten Jahresviertel 2016 stieg das chinesische BIP binnen Jahresfrist um 6,7 % an. Dieser Zuwachs entsprach dem Ergebnis des Vorquartals und lag innerhalb des von den chinesischen Behörden für das Jahr 2016 vorgegebenen Wachstumsziels von 6,5 % bis 7,0 %. Die konjunkturelle Entwicklung stützte sich in den vergangenen Quartalen auf staatliche Maßnahmen. So wurden die Anlageinvestitionen von der kräftigen Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen begünstigt, während sich die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe abschwächten.

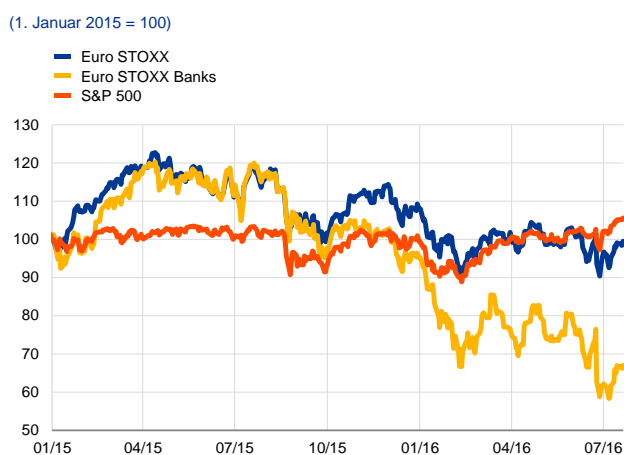
**Die anderen Schwellenländer weisen nach wie vor eine schwache und uneinheitliche Wachstumsdynamik auf.** In den rohstoffimportierenden Ländern hat sich die Konjunktur weiter behauptet; so erwirtschaftete beispielsweise Indien im

ersten Quartal 2016 ein Wachstum von 7,6 % gegenüber dem Vorjahr. Auch die Türkei verbuchte im selben Zeitraum anhaltende BIP-Zuwächse. Mit Blick auf die Zukunft könnte jedoch die gestiegene, aus dem Militärputschversuch resultierende politische Ungewissheit die Nachfrage belasten. In den rohstoffexportierenden Ländern war indessen eine schwache Konjunktorentwicklung zu beobachten. Brasilien befindet sich weiterhin in einer Rezession. In Russland zeichnet sich dagegen ab, dass die Wirtschaft ihre Talsohle durchschritten hat, da das BIP-Wachstum im ersten Vierteljahr 2016 mit einer Rate von 0,3 % zum Vorquartal wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt ist. Die Kapitalströme in die Schwellenländer blieben in den letzten Monaten weitgehend stabil. In längerfristiger Betrachtung hat jedoch die allmähliche Wachstumsverlangsamung in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren zu einer sukzessiven Abnahme der Nettokapitalflüsse in diese Länder beigetragen (siehe Kasten 1).

## 2 Finanzielle Entwicklungen

**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum sind seit Anfang Juni weiter gesunken.** Unmittelbar nachdem das Ergebnis der Abstimmung über die EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs bekannt wurde, vergrößerten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen gegenüber zehnjährigen deutschen Bundesanleihen, besonders bei Papieren von Emittenten mit niedrigerer Bonitätseinstufung. Danach verringerten sich die Spreads jedoch wieder und lagen – außer im Fall Portugals und Griechenlands – unter dem Niveau von Anfang Juni.

**Abbildung 3**  
Ausgewählte Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten



Quelle: Thomson Reuters.  
Anmerkung: Tageswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Juli 2016.

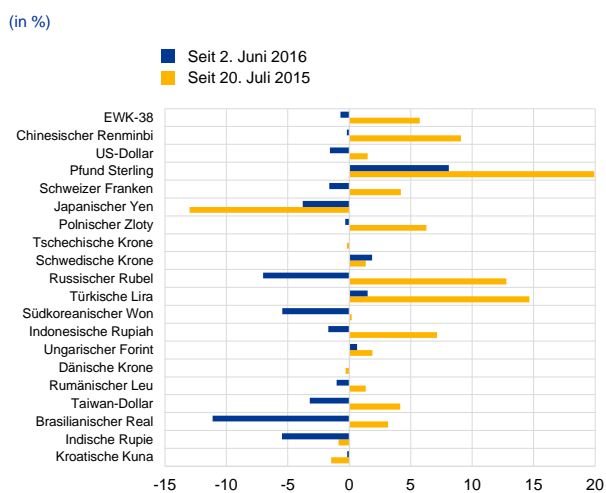
**Nach dem Brexit-Votum im Vereinigten Königreich gingen die Aktiennotierungen im Eurogebiet zurück. Während der Gesamtindex im Anschluss wieder zulegte, blieb der Index für Bankaktien deutlich unter dem Anfang Juni verzeichneten Niveau.** Der marktweite Euro-STOXX-Index büßte während des Berichtszeitraums (2. Juni bis 20. Juli 2016) gut 2 % ein. Zeitgleich stieg der S&P-500-Index in den Vereinigten Staaten um rund 3 % an (siehe Abbildung 3). Hinter diesem Ergebnis verbirgt sich eine relativ stabile Entwicklung vor dem Referendum, auf die vom 23. bis 27. Juni eine Phase mit Verlusten von knapp 8 % im Euroraum sowie 5 % in den USA und schließlich eine Erholung folgten. Gegenüber Anfang Juni sanken die Notierungen von Bankaktien im Eurogebiet um insgesamt 13 %, während sie in den USA um etwa 4 % nachgaben. Der wenn auch deutliche Gesamttrückgang in diesen beiden Wirtschaftsräumen erreicht bei Weitem nicht die

Größenordnung des vom 23. bis 27. Juni beobachteten Kurseinbruchs bei Bankaktien, der sich im Euro-Währungsgebiet auf rund 25 % und in den Vereinigten Staaten auf rund 10 % bezifferte. So wurde der Bankensektor des Euroraums weiterhin durch Bedenken hinsichtlich der Ertragskraft der Institute sowie durch

länder- und bankenspezifische Ereignisse belastet. Die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktiennotierungen stiegen unmittelbar nach dem britischen Votum für den Austritt aus der Europäischen Union sprunghaft an, sanken jedoch bis zum Ende des Berichtszeitraums wieder auf ihr ursprüngliches Niveau.

**Die Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verringerten sich und knüpften damit an den seit März bestehenden Trend an, der mit der Bekanntgabe des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) durch den EZB-Rat eingesetzt hatte.** Die Spreads von Anleihen im Eurogebiet ansässiger nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verkleinerten sich ab Anfang Juni in allen Ratingkategorien, wobei es nach Bekanntwerden des Referendumsergebnisses zu einer begrenzten und kurzzeitigen Ausweitung kam. Am 20. Juli lagen die Renditeabstände – je nach Bonitätseinstufung – 30 bis 40 Basispunkte unterhalb des Anfang Juni bzw. 50 bis 80 Basispunkte unterhalb des am 10. März 2016 (dem Tag der Ankündigung des CSPP) verzeichneten Niveaus (siehe Kasten 2). Auch bei den Anleihen des Finanzsektors war in allen Ratingkategorien eine Verringerung der Spreads gegenüber Anfang Juni festzustellen. Die Diskrepanz zwischen der Entwicklung von Bankaktien, die deutliche Kursverluste erlitten, und der von Bankanleihen, deren Spreads sich weiter verringerten, steht im Einklang mit der Einschätzung, dass die Bedenken hinsichtlich der Ertragskraft – und nicht die Wahrnehmung erhöhter Ausfallrisiken bei Finanzinstituten – als maßgeblicher Bestimmungsfaktor im Bankensektor wirkten.

**Abbildung 4**  
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Prozentuale Veränderung in Relation zum Kurs am 20. Juli 2016. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

**An den Devisenmärkten gab der Euro in handelsgewichteter Rechnung etwas nach.** Vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit aufgrund des Brexit-Votums stieg der Euro seit dem 2. Juni gegenüber dem Pfund Sterling um 8,1 %. Eine höhere Volatilität und die gesunkene Risikobereitschaft stützten den japanischen Yen und ließen den Euro gegenüber der japanischen Währung um rund 5 % abwerten. Auch gegenüber dem US-Dollar, dem Schweizer Franken und den Währungen der meisten Schwellenländer und rohstoffexportierenden Staaten verbuchte der Euro Verluste (siehe Abbildung 4).

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb relativ stabil und bewegte sich zwischen -32 und -35 Basispunkten; lediglich zum Ende des zweiten Quartals stieg er kurzzeitig auf -29 Basispunkte.** Im Zusammenhang mit den Wertpapierkäufen des Eurosystems im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erhöhte sich die Überschussliquidität um 29 Mrd € auf rund 873 Mrd €.

**Verglichen mit Anfang Juni verschob sich die Terminzinskurve des EONIA, insbesondere bei den Laufzeiten von über einem Jahr, nach unten.**

Unmittelbar nach dem Referendum im Vereinigten Königreich kam es zu einer Abwärtsverschiebung der Kurve, die sich danach bei den Laufzeiten von über einem Jahr fortsetzte, wobei Anfang Juli ein kurzzeitiger Anstieg festzustellen war. Ab Beginn des Berichtszeitraums bis zum 24. Juni, als das Ergebnis der Abstimmung über den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU veröffentlicht wurde, sanken die EONIA-Terminzinsen von 10 Basispunkten im einjährigen Laufzeitsegment bis zu 20 Basispunkten im achtjährigen Laufzeitbereich. Hierin spiegelten sich Abwärtsrevisionen von Wachstumsprognosen und gestiegene Erwartungen des Marktes wider, dass auf diese Korrekturen eine weitere geldpolitische Lockerung folgen würde. Bis zum 20. Juli blieb der Rückgang bei den Laufzeiten bis zu einem Jahr stabil, während er sich bei den übrigen Laufzeiten noch auf bis zu rund 30 Basispunkte ausweitete.

### 3 Konjunkturentwicklung

**Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet setzt sich fort und wird dabei vor allem von der Entwicklung der privaten Konsumausgaben, aber auch von den Investitionen getragen.**

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) erhöhte sich im ersten Vierteljahr 2016 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. Gestützt wurde das Wachstum von der robusten Dynamik des privaten Verbrauchs und der anhaltenden Belebung der Investitionstätigkeit, wohingegen der Außenhandel einen negativen Beitrag leistete. Wachstumsimpulse gingen im ersten Jahresviertel auch von den Vorratsveränderungen aus.

**Der private Konsum leistet als Haupttriebfeder der laufenden Erholung weiterhin einen positiven Wachstumsbeitrag.**

Nachdem sich die privaten Konsumausgaben im Schlussquartal 2015 aufgrund der Auswirkungen der ungünstigen Witterungsverhältnisse auf den Verbrauch von Energie und saisonabhängigen Waren sowie der Terroranschläge in Frankreich vorübergehend verringert hatten, stiegen sie im ersten Vierteljahr 2016 erneut an, und zwar um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. In längerfristiger Betrachtung profitiert der private Verbrauch vom Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte, der wiederum in erster Linie eine Folge der zunehmenden Beschäftigung und der niedrigeren Ölpreise ist. Das real verfügbare Bruttoeinkommen der Privathaushalte erhöhte sich im ersten Jahresviertel um 2,1 % gegenüber dem Vorjahr. Nach einer weiteren Verbesserung im zweiten Quartal 2016 sank das Verbrauchervertrauen infolge des Brexit-Referendums im Juli geringfügig, blieb aber über seinem langfristigen Durchschnittswert. Darüber hinaus haben die bilanziellen Restriktionen der privaten Haushalte nachgelassen.

**Nach einer Wachstumsbeschleunigung Ende 2015 wurden die Investitionen im ersten Vierteljahr 2016 abermals ausgeweitet; aktuellere Daten deuten jedoch kurzfristig auf eine etwas schwächere Dynamik hin.**

Die Gesamtinvestitionen erhöhten sich im ersten Jahresviertel 2016 auf Quartalsbasis um 0,8 %, wofür in erster Linie eine Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen verantwortlich war. Höhere

Investitionen in Metallerzeugnisse und Maschinen machten rund die Hälfte des jährlichen Anstiegs im ersten Quartal aus, der Rest entfiel zu gleichen Teilen auf Investitionen im Baugewerbe und im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie. Im zweiten Vierteljahr 2016 war eine leichte Abschwächung der Investitionsgüterproduktion zu beobachten; sie sank im Mai um 2,3 % gegenüber dem Vormonat und glich damit den kräftigen Anstieg vom April (+1,7 %) mehr als aus. Die Schwäche des außenwirtschaftlichen Umfelds wird im Zusammenspiel mit der gesunkenen Zahl an Bestellungen für Investitionsgüter und den verhaltenen Produktionserwartungen in der Investitionsgüterbranche das Wachstum der Investitionen außerhalb des Baugewerbes in den kommenden Monaten aller Wahrscheinlichkeit nach beeinträchtigen. Die Bauinvestitionen nahmen im ersten Quartal 2016 weiter zu. Eine Verringerung der Produktion im April und Mai sowie ein aus den Rückgängen vom Februar und März resultierender statistischer Unterhang lassen für die Wohnungsbauinvestitionen jedoch auf eine gedämpfte Dynamik im zweiten Jahresviertel schließen.

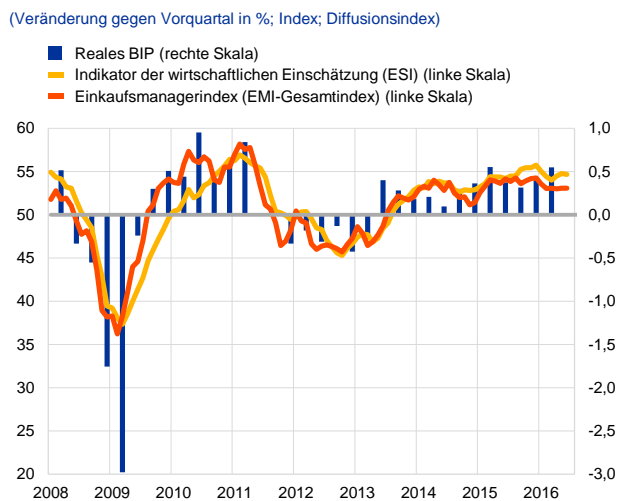
**Über die kurze Frist hinaus betrachtet dürften die Erholung der Nachfrage, die akkommodierende Geldpolitik und die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen der Investitionstätigkeit Auftrieb verleihen, wenngleich damit gewisse Abwärtsrisiken verbunden sind.** Steigende Gewinne und der Bedarf an Ersatzinvestitionen nach Jahren verhaltener Anlageinvestitionen sollten die Investitionstätigkeit insgesamt im weiteren Verlauf ebenfalls stützen. Allerdings könnten die aus dem Ausgang des Referendums im Vereinigten Königreich resultierende Unsicherheit und dessen mögliche Auswirkungen auf die Wirtschaft des Euroraums die Investitionsaussichten belasten. Darüber hinaus dürften sich auch die Notwendigkeit zum Schuldenabbau und die speziell in einigen Ländern nur schleppende Umsetzung von Reformen sowie die trüben Perspektiven für das Potenzialwachstum dämpfend auf die Investitionstätigkeit auswirken.

**Die Gesamtausfuhren (Waren und Dienstleistungen) des Euro-Währungsgebiets entwickelten sich im ersten Quartal 2016 weiterhin verhalten, und für das zweite Jahresviertel weisen die monatlichen Handelsdaten bisher auf eine schwache Wachstumsdynamik bei den Warenexporten hin.** Die monatlichen Handelsergebnisse für April und Mai zusammengenommen zeigen, dass die Ausfuhr von Waren in Länder außerhalb des Euroraums gegenüber dem zweiten Quartal 2015 leicht rückläufig war. Was die Schwellenländer betrifft, so erhöhte sich das Wachstum der Exporte nach China; für Ausfuhren nach Russland und Lateinamerika nahm es indes ab. Bei den Industrieländern fiel der Beitrag der Exporte in die Vereinigten Staaten weitgehend neutral aus, während die Ausfuhren in europäische Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets (einschließlich des Vereinigten Königreichs) anstiegen. Die im Vergleich zum Welthandel seit dem Jahreswechsel relativ robuste Entwicklung der Exporte des Euro-Währungsgebiets deutet auf eine Erhöhung der Exportmarktanteile des Euroraums hin. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte der im ersten Halbjahr 2016 verzeichnete leichte Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses die Exporte des Eurogebiets belasten. Außerdem könnten sich mögliche negative Folgen des Referendums im Vereinigten Königreich für die globalen Handelsströme nachteilig auf die Ausfuhren auswirken. Aktuellere Indikatoren wie etwa Umfrageergebnisse weisen zudem auf eine nach wie vor

verhaltene Entwicklung der Auslandsnachfrage und einen relativ schwachen Auftragseingang aus Ländern außerhalb des Euroraums in nächster Zeit hin.

**Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen insgesamt auf ein anhaltend moderates Wachstum des realen BIP im zweiten Vierteljahr 2016 schließen.** Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) verringerte sich im Mai, nachdem sie im April stark gestiegen war. Infolgedessen lag der im Durchschnitt für die ersten beiden Monate des zweiten Quartals verzeichnete Indexwert 0,2 % unter dem Wert des ersten Vierteljahrs. Die Bauproduktion und der Auftragseingang nahmen im April erneut ab. Bei den Einzelhandelsumsätzen und Pkw-Neuzulassungen wurde im April und Mai im Vergleich zum Vormonat ein Plus von 0,3 % verzeichnet; Letztere waren dann jedoch im Juni rückläufig. Aktuellere Umfrageergebnisse stehen mit einem anhaltenden, wenngleich gegenüber dem ersten Jahresviertel geringeren Wachstum im zweiten Quartal im Einklang. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie blieb im Juni unverändert und lag damit im Quartalsdurchschnitt leicht unter dem Wert des ersten Vierteljahrs (siehe Abbildung 5). Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) sank im Juni geringfügig. Nach wie vor liegen beide Indikatoren über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

**Abbildung 5**  
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex (EMI-Gesamtindex) für das Euro-Währungsgebiet



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markt und EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) ist normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex (EMI). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016 (reales BIP) bzw. Juni 2016 (ESI und EMI).

**Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets hellt sich weiter allmählich auf.**

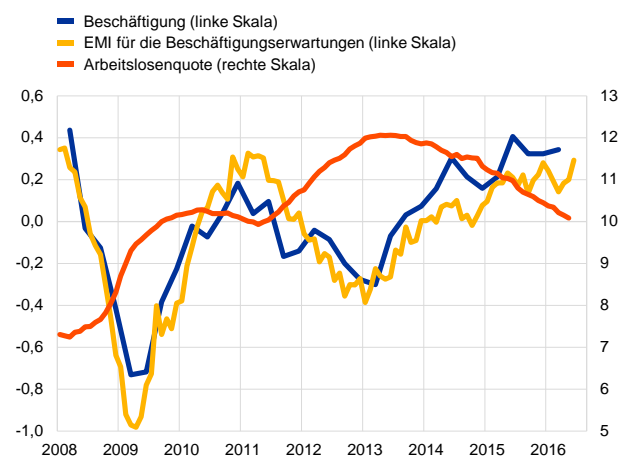
Im ersten Quartal 2016 erhöhte sich die Beschäftigung erneut, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Sie lag damit 1,4 % über ihrem Stand vor Jahresfrist; dies ist der stärkste jährliche Zuwachs seit dem ersten Vierteljahr 2008. Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet sank abermals und betrug im Mai 10,1 % (siehe Abbildung 6). Die Langzeitarbeitslosigkeit (d. h. Personen, die mindestens zwölf Monate ohne Beschäftigung sind) nimmt weiter langsam ab, beläuft sich aber immer noch auf mehr als 5 % der Erwerbspersonen. Aktuellere Umfragedaten wiesen in den letzten Monaten erneut Verbesserungen auf und stehen mit weiteren Beschäftigungsgewinnen in nächster Zeit im Einklang.

**Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte sich die wirtschaftliche Erholung in moderatem Tempo fortsetzen, wenngleich die Unsicherheit nach dem Ergebnis des Brexit-Referendums gestiegen ist.** Die Binnennachfrage wird durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB nach wie vor begünstigt. Deren positiver Effekt auf die Finanzierungsbedingungen sowie die gestiegene Ertragskraft der Unternehmen

stimulieren die Investitionen. Außerdem dürften der anhaltende Beschäftigungszuwachs und der immer noch relativ niedrige Ölpreis das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben weiterhin stützen. Allerdings könnte die erhöhte Unsicherheit nach dem Referendum im Vereinigten Königreich das Vertrauen und den Handel beeinträchtigen. Andere geopolitische Unsicherheiten stellen ebenfalls Herausforderungen für die Konjunkturerholung im Euroraum dar. Zugleich wird die wirtschaftliche Erholung noch immer durch die anhaltenden Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren, das unzureichende Tempo bei der Umsetzung von Struktur-reformen und die gedämpften Wachstums-perspektiven für die aufstrebenden Volkswirtschaften gebremst. Vor diesem Hintergrund überwiegen in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euro-Währungsgebiets weiterhin die Abwärtsrisiken.

**Abbildung 6**  
Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016 (Beschäftigung), Juni 2016 (EMI) bzw. Mai 2016 (Arbeitslosigkeit).

## 4 Preise und Kosten

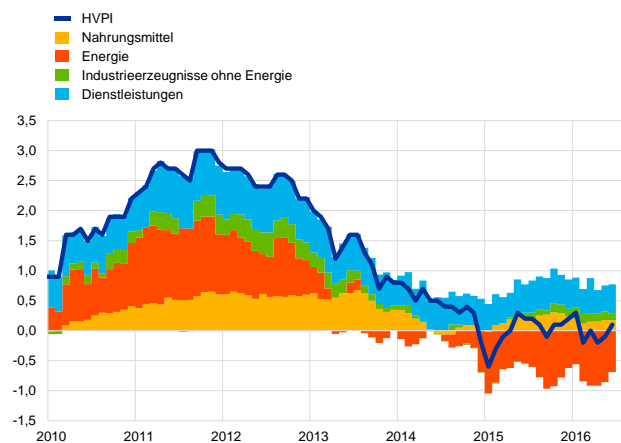
**Die Gesamtinflation lag in den letzten Monaten auf einem Stand von etwa null** (siehe Abbildung 7). Dieser niedrige Wert spiegelt nach wie vor den dämpfenden Einfluss der stark im negativen Bereich liegenden Jahresänderungsraten der Energiepreise wider. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet schwankt die Teuerung nach dem HVPI weiterhin um ein Niveau von rund 1,0 %.

**Die Messgrößen der Kerninflation lassen per saldo noch keine klaren Anzeichen eines Aufwärtstrends erkennen.** Die Vorjahrsrate der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel liegt seit Mitte vergangenen Jahres bei rund 1 %. Andere Messgrößen der Kerninflation liefern ebenfalls keine eindeutigen Hinweise darauf, dass sich die Aufwärtsdynamik nach dem Anfang 2015 erreichten Wendepunkt noch weiter verstärken könnte. Wie die Betrachtung der wichtigsten Komponenten zeigt, lag der Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen in den letzten Monaten bei etwa 1 %, während sich die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie innerhalb einer Spanne von 0,4 % und 0,7 % bewegte.

## Abbildung 7

### Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2016.

**Bei den Importpreisen wies die Änderungsrate nach wie vor ein negatives Vorzeichen auf, während der Preisauftrieb auf der Erzeugerebene recht stabil blieb.** Nachdem der Anstieg der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel mehrere Monate in Folge rückläufig gewesen war, stieg diese Rate im Mai auf -0,7 % nach -1,4 % im April. Dieses Verlaufsmuster ähnelt in etwa der Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel erhöhte sich im Mai nochmals geringfügig auf 0,1 %, verglichen mit 0,0 % im April und -0,1 % im März. Der begrenzte Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise kann darauf zurückzuführen sein, dass der Effekt eines sich aufhellenden Wirtschaftsumfelds ausgeglichen wurde durch die Auswirkungen eines schwachen Kostendrucks, der etwa von den niedrigen Rohstoffpreisen herrührte.

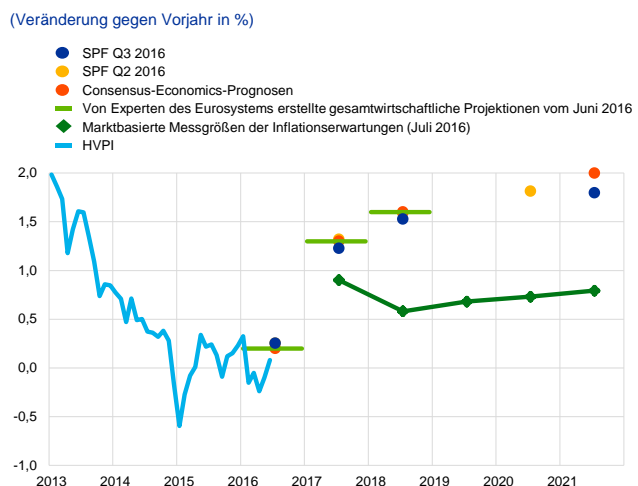
**Das Lohnwachstum entwickelte sich weiterhin gedämpft.** Der jährliche Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sank im ersten Jahresviertel 2016 leicht auf 1,2 % nach 1,3 % im Schlussquartal 2015. Zu den Faktoren, die das Lohnwachstum möglicherweise belasten, zählen die nach wie vor hohe Unterauslastung am Arbeitsmarkt, der schwache Produktivitätszuwachs, die niedrige Inflation und die noch immer spürbaren Auswirkungen der in den Krisenjahren durchgeführten Arbeitsmarktreformen.

**Die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen sind deutlich gesunken und liegen weiterhin erheblich unter den umfragebasierten Messgrößen.** Die fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren ging ab Anfang Juni zurück und erreichte Anfang Juli ein neues Allzeittief. Für diese Entwicklung schienen zu einem großen Teil technische Faktoren verantwortlich zu sein, denn die erhöhte Nachfrage nach sicheren Anlagen, die angesichts der sich eintrübenden Marktstimmung im Gefolge des britischen Referendums über die Mitgliedschaft in der EU zu beobachten war, trug zu einer Verringerung der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen bei. Zwar könnten diese Größen im Zuge einer Stimmungsaufhellung an den Märkten wieder steigen, doch möglicherweise deutet der Rückgang auch darauf hin, dass die Marktteilnehmer nicht von einem baldigen Anziehen der Inflation ausgehen. Zugleich preisen die Märkte nach wie vor nur ein begrenztes Deflationsrisiko ein. Im Gegensatz zu den marktbasieren Messgrößen erweisen sich die umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen, wie sie beispielsweise im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und in den Umfragen von Consensus Economics ermittelt werden, als stabiler (siehe Abbildung 8). Dem SPF vom Juli 2016 zufolge liegt die durchschnittliche



Punktprognose für die Inflation in fünf Jahren wie bereits in der vorangegangenen Befragung bei 1,8 %.<sup>1</sup>

**Abbildung 8**  
Umfragebasierte Messgrößen der  
Inflationserwartungen



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SFP) der EZB, Thomson Reuters, Consensus Economics, von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Juni 2016 und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis Ende Juni 2016. Die Angaben von Consensus Economics sind den Prognosen vom Juli 2016 entnommen. Die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen werden abgeleitet von inflationsindexierten Nullkupon-Swaps basierend auf dem HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren; die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Juli 2016.

**Auf Basis der aktuellen Terminpreise für Energie wird die Teuerung in den kommenden Monaten niedrig bleiben oder sogar leicht negativ ausfallen, im weiteren Verlauf des Jahres 2016 jedoch vornehmlich aufgrund von Basiseffekten wieder steigen.** Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturbelebung sollten sich die Inflationsraten 2017 und 2018 weiter erhöhen. Durch das Ergebnis der Volksabstimmung im Vereinigten Königreich ist die Unsicherheit in Bezug auf die Inflationssichten gestiegen.

**Was die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet angeht, so ist der diesbezügliche Preisindikator der EZB binnen Jahresfrist weiter gestiegen.** Im ersten Vierteljahr 2016 lag die Jahresänderungsrate der Preise für Wohneigentum bei 2,9 % nach 2,2 % im Schlussquartal 2015 und 1,6 % im dritten Jahresviertel 2015. Die weitere Beschleunigung des Preisauftriebs bei Wohnimmobilien im ersten Quartal 2016 erfolgte auf relativ breiter Front, da die meisten Euro-Länder – verglichen mit dem Vorquartal – ein höheres bzw. weniger rückläufiges Wachstum verzeichneten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

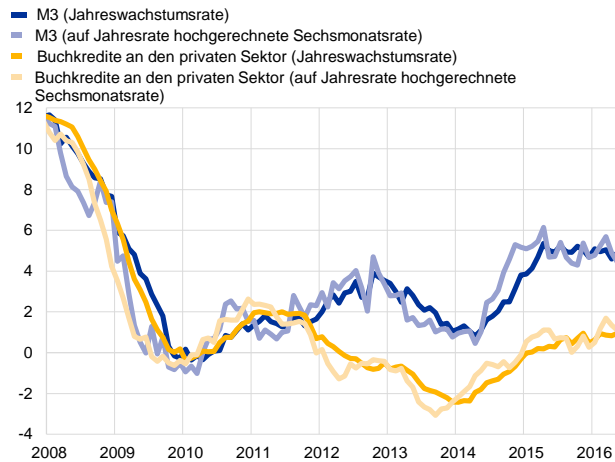
**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 ist robust geblieben.** Die Jahreswachstumsrate von M3, die seit März 2016 um ein Niveau von 5,0 % herum schwankt, zog im Mai auf 4,9 % an (siehe Abbildung 9). Gestützt wurde die Dynamik der weit gefassten Geldmenge erneut von deren liquidesten Komponenten. Bei der eng gefassten Geldmenge M1 zeichnete sich in den jüngsten Monaten eine schwächere Entwicklung ab, und auch im Mai war die Vorjahrsrate rückläufig, lag aber weiterhin auf einem hohen Niveau.

<sup>1</sup> Siehe [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016\\_Q3.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016_Q3.en.pdf)

## Abbildung 9

### Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2016.

### Die Dynamik der weit gefassten Geldmenge wurde überwiegend aus binnenwirtschaftlichen Quellen der Geldschöpfung gespeist.

Zum Teil lag dies an den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB. Die wichtigsten Geldschöpfungsquellen aufseiten der Gegenposten waren im Berichtsmonat die vom Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) getätigten Anleihekäufe und der Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten. So lag die Vorjahrsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Mai 2016 weiterhin tief im negativen Bereich. Darin spiegelt sich die Abflachung der Zinsstrukturkurve im Zusammenhang mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB wider, was die Attraktivität der Haltung längerfristiger Bankaktiva aus Anlegersicht vermindert hat. Eine ursächliche Rolle spielten auch die gezielten

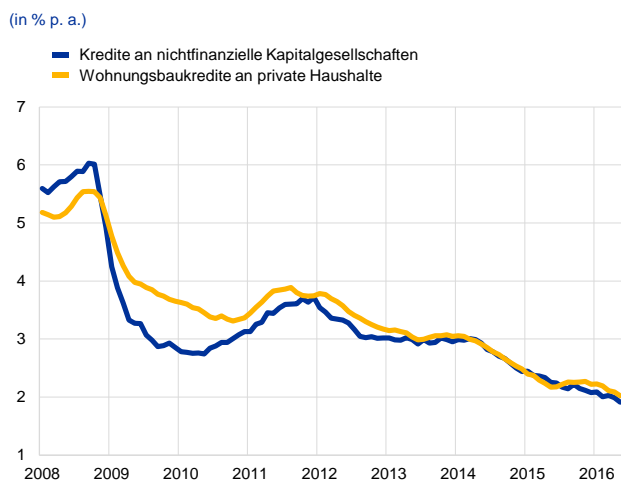
längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) als günstige Alternative zur längerfristigen marktbasieren Bankfinanzierung. Die Zuteilung im ersten Geschäft der zweiten GLRG-Serie im Juni 2016 (GLRG II) belief sich auf 399 Mrd € und blieb damit leicht hinter den Markterwartungen zurück. Darüber hinaus trug auch das sich allmählich erholende Wachstum der Kredite an den privaten Sektor zur erhöhten Geldschöpfung bei. Einen dämpfenden Einfluss auf das jährliche M3-Wachstum haben nach wie vor die Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Eurogebiets. Begründet ist dies in weiter anhaltenden Kapitalabflüssen aus dem Euroraum und fortdauernden Portfolioumschichtungen zugunsten gebietsfremder Instrumente (insbesondere den von Gebietsfremden im PSPP-Kontext getätigten Verkäufen von Staatsanleihen aus dem Euroraum).

**Das Wachstum der Buchkredite hat sich nach und nach weiter erholt.** Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor nahm im Mai zu (siehe Abbildung 9). Dabei setzte sich die Erholung der Jahreswachstumsrate der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Berichtsmonat weiter fort, während die entsprechende Rate der Buchkredite an private Haushalte seit Februar 2016 größtenteils unverändert geblieben ist. Hierbei handelte es sich um allgemeine euroraumweite Entwicklungen. Gestützt wurden sie durch den deutlichen (insbesondere auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB zurückzuführenden) Rückgang der Bankzinsen seit Sommer 2014 und durch eine verbesserte Angebots- und Nachfragesituation bei den Bankkrediten. Belastet wird das Kreditwachstum – ungeachtet dieser positiven Zeichen – nach wie vor durch die sich fortsetzende Konsolidierung der Bankbilanzen und das in einigen Ländern anhaltend hohe Niveau an notleidenden Krediten.

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2016 deutet darauf hin, dass die Erholung des Kreditwachstums von einer steigenden Nachfrage sowie durch Verbesserungen beim Kreditangebot getragen wird (siehe Umfrage unter**

[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)). Im zweiten Quartal 2016 zog die Kreditnachfrage in allen Darlehenskategorien weiter an. Zugleich verbesserten sich abermals die Kreditangebotsbedingungen für die Unternehmen und privaten Haushalte. Wichtigste Ursache für die gelockerten Richtlinien der Banken bei der Unternehmenskreditvergabe war erneut die Wettbewerbssituation. Die Banken gaben auch dieses Mal an, dass sich die GLRGs – was deren grundlegenden Einfluss auf das Kreditangebot betrifft – mehr in einer Lockerung der Bedingungen als in geänderten Kreditrichtlinien manifestieren.

**Abbildung 10**  
Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2016.

**Die Zinsen für Bankkredite an den privaten Sektor fielen im Mai auf einen neuen historischen Tiefstand.** Die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte haben seit Juni 2014 deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt (siehe Abbildung 10). Die abnehmende Fragmentierung der Finanzmärkte im Eurogebiet und das bessere Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen im Bankensektor haben hierbei eine positive Rolle gespielt. Auch die niedrigeren Refinanzierungskosten der Banken trugen zur Verringerung der gewichteten Kreditzinsen bei. Seit Juni 2014 haben die Banken den Rückgang ihrer Finanzierungskosten zunehmend über niedrigere Kreditzinsen weitergegeben. Ferner impliziert die umfangreiche Mittelaufnahme im Zuge des ersten GLRG-II-Geschäfts einen deutlichen Rückgang der Refinanzierungskosten der Banken, der an die Endkreditnehmer in der Wirtschaft weitergegeben

werden kann. Im Zeitraum von Mai 2014 bis Mai 2016 gaben die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte des Euroraums um rund 100 bzw. 90 Basispunkte nach, wobei sich Bankkredite in den anfälligen Euro-Ländern besonders stark verbilligten. Unterdessen verengte sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und den Zinsen für große Kredite (mehr als 1 Mio €). Dies ist im Allgemeinen ein Anzeichen dafür, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von den rückläufigen Kreditzinsen profitieren als große Unternehmen.

**Die Nettoemission von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum legte im April und im Mai 2016 weiter zu, nachdem sie bereits im März einen starken Auftrieb erfahren hatte.** Unterstützt wurde die länderübergreifend in weiten Teilen des Eurogebiets festzustellende lebhaftere Emissionstätigkeit im April und Mai unter anderem durch das von der EZB im März verkündete geldpolitische Maßnahmenpaket. Der Anstieg vom März hingegen war

im Wesentlichen durch zwei große Transaktionen bedingt. Insbesondere in der zweiten Juni-Hälfte flaute die Begebung von Unternehmensanleihen – sehr wahrscheinlich im Zusammenhang mit der Besorgnis über das EU-Referendum im Vereinigten Königreich – spürbar ab. In der ersten Juli-Hälfte belebte sich die Emissionstätigkeit dann wieder. Die Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist in den letzten Monaten ebenfalls relativ verhalten geblieben. (Siehe Kasten 5 zur zunehmenden Bedeutung der Nichtbanken für die Bereitstellung neuer Finanzierungsmittel an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit 2008).

**Die Finanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum sind nach wie vor gering.**

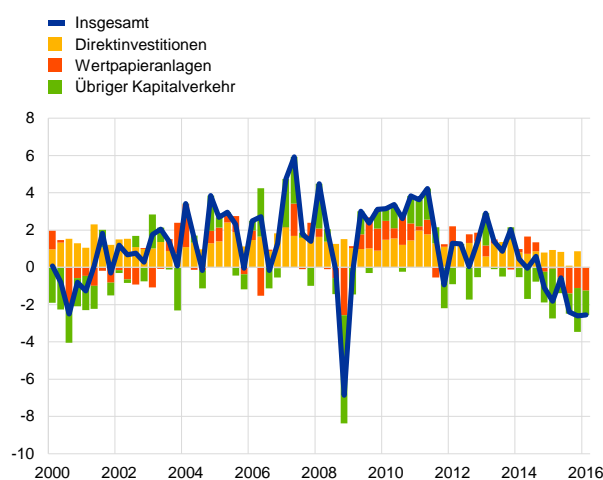
Insgesamt sind die nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nahezu unverändert auf ihrem historischen Tief vom April 2016 geblieben, wobei sich die einzelnen Finanzierungsinstrumente in unterschiedliche Richtungen entwickelt haben. Die Eigenfinanzierungskosten stiegen im Mai und Juni moderat an, um im Juli im Sog der Entwicklung an den Aktienmärkten wieder zu sinken. Die marktbasierende Fremdfinanzierung verbilligte sich hingegen von Mai bis Juli unter dem Einfluss der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der weltweit rückläufigen Zinsen erneut.

# Kasten 1

## Jüngste Entwicklung der Kapitalströme in die Schwellenländer

**Abbildung A**  
Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer

(in % des nominalen BIP)



Quellen: Haver Analytics, IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Nettokapitalzuflüsse sind definiert als Summe der Nettokapitalströme aus Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und dem übrigen Kapitalverkehr. Aggregation anhand des nach Kaufkraftparitäten gewichteten BIP.

**Die Nettokapitalzuflüsse in wichtige Schwellenländer sind seit 2011 rückläufig und liegen seit dem vierten Quartal 2014 im negativen Bereich.**<sup>2</sup> Nach der globalen

Finanzkrise kam es zunächst zu einer raschen Erholung der Nettokapitalströme in die Schwellenländer. Im Jahr 2011 wurde jedoch ein Wendepunkt erreicht, der einen Abwärtstrend einleitete (siehe Abbildung A). Nach einer moderaten Erholung im Jahr 2013 gingen die Nettokapitalflüsse in die Schwellenländer erneut zurück und sind seit sechs Quartalen negativ. Dies ist die längste Phase ununterbrochener Nettokapitalabflüsse aus diesen Ländern seit 2001. Die Umkehr scheint über die verschiedenen Anlageklassen hinweg breit gefächert zu sein. Insbesondere die Direktinvestitionen – die stabilste Komponente der Kapitalbilanz – blieben in den vergangenen beiden Jahren unter ihrem langfristigen (von

2000 bis zum ersten Quartal 2016 verzeichneten) Durchschnitt.

**Der Rückgang der Nettokapitalströme in die Schwellenländer ging zum Teil auch mit einer allmählichen und breit angelegten Währungsabwertung einher.**

Im Zeitraum von 2011 bis 2015 verzeichneten die Währungen der Schwellenländer der Tendenz nach Verluste. Besonders stark ausgeprägt war die Schwäche von Mitte 2014 bis Ende 2015, als der US-Dollar vor dem Hintergrund allmählich steigender Markterwartungen hinsichtlich einer geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten wieder anzog. Seit Anfang 2016 haben die Währungen der Schwellenländer einen Teil ihrer Verluste wieder wettgemacht.

<sup>2</sup> Im vorliegenden Kasten werden die privaten Nettokapitalzuflüsse in eine Gruppe großer Schwellenländer untersucht. Dies sind Argentinien, Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela. Hongkong und Singapur sind aufgrund ihrer speziellen Bedeutung als globale Finanzzentren nicht Bestandteil der Analyse. Die Kapitalströme sind definiert als Summe der Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und des übrigen Kapitalverkehrs; Veränderungen der Währungsreserven bleiben dabei unberücksichtigt.

**Anhand eines einfachen Modells auf Basis eines gewöhnlichen Push-und-Pull-Konzepts<sup>3</sup> werden auf aggregierter Ebene potenzielle Ursachen für den jüngsten Rückgang der Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer ermittelt (siehe Abbildung B).** In einem Einzelgleichungsmodell werden die in Prozent des BIP gemessenen aggregierten Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer zur relativen Attraktivität der binnenwirtschaftlichen Bedingungen (gemessen anhand der Differenz zwischen dem realen BIP-Wachstum der jeweiligen Schwellenländer und dem der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie dem Zinsdifferential) und zu den Veränderungen der weltwirtschaftlichen Bedingungen (hierzu zählen die am VIX-Index gemessene globale Risikoaversion, Ölpreisänderungen und eine Messgröße der Erwartungen über die Geldpolitik in den USA) in Beziehung gesetzt.

**Die Modellergebnisse deuten darauf hin, dass die Nettokapitalabflüsse aus den Schwellenländern in den letzten Jahren hauptsächlich auf ein geringeres Wachstumsgefälle zwischen Schwellen- und Industrieländern zurückzuführen waren.** So ging das Wirtschaftswachstum wichtiger Schwellenländer seit 2010 kontinuierlich zurück, was sowohl durch eine Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds als auch durch binnenwirtschaftliche strukturelle Faktoren bedingt war (siehe Abbildung C).<sup>4</sup> Zugleich stabilisierte sich das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit 2013. Dies führte zu einem geringeren Wachstumsgefälle zwischen Schwellen- und Industrieländern, was Erstere weniger attraktiv für ausländische Investoren erscheinen ließ. Darüber hinaus könnten ein geringes Wachstum bzw. Rezessionen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften zu verstärkten Bruttokapitalabflüssen beigetragen haben. Das durchschnittliche vierteljährliche Wachstumsgefälle sank von 1,2 Prozentpunkten in der Vorkrisenzeit (2001 bis 2007) auf 0,9 Prozentpunkte im Zeitraum von 2010 bis 2015 und weiter auf 0,7 Prozentpunkte in den vergangenen beiden Jahren.

---

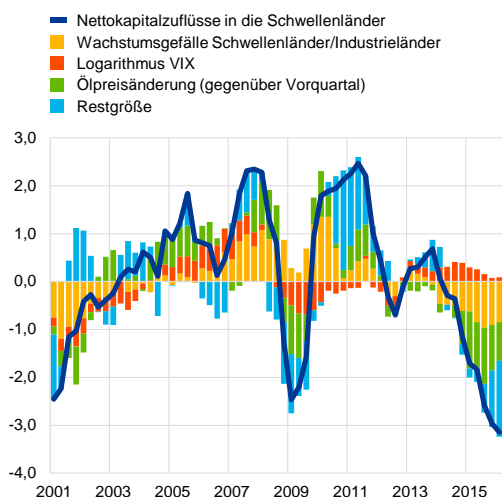
<sup>3</sup> In einem Push-und-Pull-Konzept wird zwischen zwei Arten von Bestimmungsfaktoren für die Nettokapitalströme in eine Volkswirtschaft unterschieden. Zu den Faktoren, die eine für Investoren attraktive Binnenwirtschaft ausmachen – den sogenannten Pull-Faktoren – gehören das Wirtschaftswachstum, das Länderrisiko und die Anlageerträge. Die internationalen Push-Faktoren beeinflussen die Entscheidungen ausländischer Anleger, im Ausland zu investieren. Hierzu zählen die globale Risikoaversion sowie das Wirtschaftswachstum und die Zinssätze in den anderen Ländern. Siehe R. Koepke, What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature, Working Paper des Institute of International Finance, 2015.

<sup>4</sup> Siehe EZB, Die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern und ihre Folgen für die Weltwirtschaft, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

## Abbildung B

### Modellbasierte Beiträge zu den Nettokapitalzuflüssen in die Schwellenländer

(mittelwertbereinigt; gleitender Vierquartalsdurchschnitt; in % des nominalen BIP)



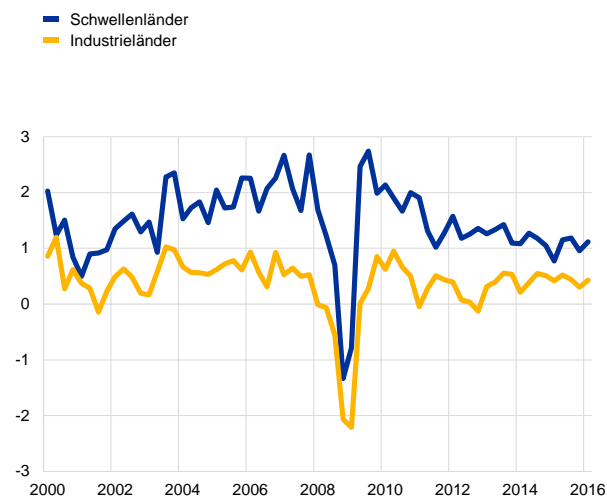
Quellen: Datastream, Haver Analytics, IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Länderauswahl siehe Fußnote 1 in diesem Kasten. Der Stichprobenzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 2000 bis zum ersten Quartal 2016. Alle Aggregate wurden mithilfe des nach Kaufkraftparitäten gewichteten BIP ermittelt. Das Wachstumsgefälle wurde anhand eines Aggregats für fortgeschrittene Volkswirtschaften berechnet (zur Länderauswahl siehe Anmerkung in Abbildung C). Die Zinsdifferenz und die Erwartungen über die Geldpolitik in den USA sind in der Regression nicht statistisch relevant. Daher basiert die Abbildung auf dem um diese Variablen bereinigten Modell (wobei die Beiträge der anderen Faktoren praktisch unverändert bleiben). Dem Endogenitätsproblem wird durch Verwendung zeitverzögerter Wachstumsdifferenziale Rechnung getragen.

## Abbildung C

### Reales BIP-Wachstum in Schwellenländern und Industrieländern

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Haver Analytics, IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Länderauswahl siehe Fußnote 1 in diesem Kasten. Aggregation anhand des nach Kaufkraftparitäten gewichteten BIP. Die Industrieländer umfassen Australien, Dänemark, das Euro-Währungsgebiet, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, die Schweiz, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016.

### Auch externe Faktoren wie die globale Risikoaversion und Ölpreisänderungen haben die Kapitalströme in die Schwellenländer erheblich beeinflusst. So

zeigen die Modellergebnisse, dass die Nettokapitalzuflüsse auf die globale Risikoaversion reagieren, was auch mit empirischen Belegen aus der Fachliteratur im Einklang steht.<sup>5</sup> Daneben scheint die jüngste Phase der Nettokapitalabflüsse aus den Schwellenländern stark durch den seit 2014 verzeichneten Ölpreissrückgang getrieben worden zu sein. Sinkende Ölnotierungen wirken sich unmittelbar auf die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen der rohstoffexportierenden Länder aus. Zugleich sind Ölpreisänderungen jedoch auch positiv mit den Nettokapitalzuflüssen in rohstoffimportierende Länder korreliert. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Ölpreise bis zu einem gewissen Grad die weltweiten Nachfragebedingungen und damit das globale Einkommen abbilden.<sup>6</sup> So war der Ölpreissrückgang ab Mitte 2014 zunächst hauptsächlich durch angebotsseitige Faktoren

<sup>5</sup> Koepke, 2015, a. a. O.

<sup>6</sup> Siehe S. Ahmed, S. Curcuru, F. Warnock und A. Zlate, The Two Components of International Portfolio Flows, 2015. Die Autoren weisen in Bezug auf die Kapitalströme aus Wertpapieranlagen nach, dass sich diese, neben den Kapitalflüssen, die aus aktiven Portfolioumschichtungsentscheidungen resultieren, zum wesentlichen Teil aus Kapitalströmen im Zusammenhang mit neuen Ersparnissen (Einkommenseffekt) zusammensetzen.

bedingt, während von Herbst 2015 bis Januar 2016 eher nachfrageseitige Bedingungen eine Rolle gespielt haben dürften.<sup>7</sup>

**Der Prozess der geldpolitischen Normalisierung in den Vereinigten Staaten hat die Aufmerksamkeit auf die Bedeutung der Erwartungen über den künftigen Pfad der US-Leitzinsen als Faktor für die Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer gelenkt.** Welche Rolle die Erwartungen über die Geldpolitik in den

Vereinigten Staaten im Hinblick auf das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten spielen, hat sich an der (verglichen mit den Spekulationen von 2013 über eine mögliche Drosselung der Wertpapierkäufe in den USA) geordneten Entwicklung an den Finanzmärkten im Dezember 2015 gezeigt, als die Anhebung der US-Leitzinsen von den Märkten vollständig eingepreist wurde. Ein signifikanter Effekt solcher Erwartungen auf die gesamten Nettokapitalströme in die Schwellenländer lässt sich unter Verwendung verschiedener einschlägiger Näherungsgrößen nicht feststellen.<sup>8</sup> Als Bestimmungsfaktor für die mit höherer Frequenz untersuchten Zahlungsströme aus Wertpapieranlagen scheinen diese Erwartungen jedoch eine größere Rolle zu spielen.<sup>9</sup> Die Bedeutung der Zinsunterschiede zwischen aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften lässt sich in diesem spezifischen Modellaufbau ebenfalls nicht klar feststellen; detailliertere Studien weisen indes durchaus signifikante Effekte nach.<sup>10</sup>

**Insgesamt stellt das Wachstumsgefälle zwischen aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor einen entscheidenden Bestimmungsfaktor für die Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer dar.**

Hieraus ergibt sich die Notwendigkeit einer soliden Wirtschaftspolitik in diesen Ländern, die darauf abzielt, bestehende Anfälligkeiten zu beseitigen und das Wirtschaftswachstum zu stärken – insbesondere angesichts der sich verschlechternden globalen Wachstumsaussichten.

---

<sup>7</sup> Siehe EZB, Die weltwirtschaftlichen Folgen der niedrigen Ölpreise, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

<sup>8</sup> Als alternative Spezifikationen wurden beispielsweise die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen, der Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen und den Geldmarktsätzen für Dreimonatsgeld sowie Eurodollar-Terminkontrakte verwendet.

<sup>9</sup> Siehe zum Beispiel T. Dahlhaus und G. Vasishtha, The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies, Staff Working Papers der Bank of Canada, Nr. 14-53, 2014. Die Autoren stellen einen statistisch signifikanten, aber geringen wirtschaftlichen Effekt des Schocks der geldpolitischen Normalisierung in den USA auf die monatlichen Kapitalströme aus Wertpapieranlagen in die Schwellenländer fest. Aus einer aktuellen Analyse des IWF (World Economic Outlook, April 2016, Kapitel 2) geht ein ähnliches Ergebnis für eine wöchentliche Frequenz und einen Stichprobenzeitraum ab 2013 hervor.

<sup>10</sup> Um die jüngsten geldpolitischen Entwicklungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften genauer erfassen zu können, werden eine auf der Leitzinsdifferenz gegenüber den Industrieländern beruhende Standardspezifikation und eine alternative Spezifikation auf Basis der Renditedifferenz zweijähriger Staatsanleihen erprobt. Die Modellresultate geben keinen Hinweis auf einen statistisch signifikanten Einfluss des Zinsgefälles zwischen Schwellen- und Industrieländern auf die Nettokapitalströme in Schwellenländer. Dies könnte durch den Aggregationsgrad der abhängigen Variablen bedingt sein, der es nicht erlaubt, die Heterogenität der Zinssätze und Risikoprofile einzelner Länder zu berücksichtigen. In anderen Studien wird häufig ein Panelverfahren angewandt, um länderspezifischen Effekten Rechnung tragen zu können. Siehe beispielsweise S. Ahmed und A. Zlate, Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?, International Finance Discussion Papers des Board of Governors des Federal Reserve System, Nr. 1081, 2013.



## Kasten 2

# Der Markt für Unternehmensanleihen und das EZB-Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors

**Im Rahmen seines neuen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) begann das Eurosystem am 8. Juni mit dem Erwerb von Unternehmensanleihen.** Das CSPP war vom EZB-Rat nach seiner Sitzung am 10. März angekündigt worden und zielt darauf ab, die Übertragung der durch die Wertpapierkäufe des Eurosystems gesetzten Impulse auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft weiter zu verbessern. Das CSPP ist Teil des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)<sup>11</sup>, das bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden soll, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. **Im vorliegenden Kasten werden das CSPP und seine ersten Auswirkungen auf den Markt für Unternehmensanleihen beschrieben.**

**Im Rahmen des CSPP erwirbt das Eurosystem sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt durch Unternehmen (ohne Banken) begebene Wertpapiere.** Für den Ankauf kommen nur solche Schuldtitel in Betracht, die für die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems als Sicherheiten zugelassen sind. Insbesondere müssen sie gemäß dem Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem von mindestens einer externen Ratingagentur ein Rating der Kreditqualitätsstufe 3 (Investment-Grade) oder besser erhalten haben. Des Weiteren müssen die Papiere in Euro denominiert sein und zum Zeitpunkt des Ankaufs eine Restlaufzeit von mindestens sechs Monaten und höchstens 30 Jahren aufweisen. Der Emittent muss seinen Sitz im Euro-Währungsgebiet haben, und es darf sich dabei nicht um ein Kreditinstitut handeln. Für die Ankäufe des Eurosystems gilt eine emissionsbezogene Obergrenze von 70 % je Wertpapier.<sup>12</sup>

**In der Zeit vom 8. Juni 2016, also dem Beginn des Programms, bis zum 15. Juli erwarb das Eurosystem Wertpapiere des Unternehmenssektors (ohne Banken) im Umfang von 10,4 Mrd €<sup>13</sup> 7 % der Ankäufe wurden am Primärmarkt getätigt,**

<sup>11</sup> Das APP umfasst neben dem CSPP auch das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP), das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP).

<sup>12</sup> Diese Grenze wird in bestimmten Fällen jedoch niedriger angesetzt, z. B. wenn es sich um Emissionen eines öffentlichen Unternehmens handelt; diese werden so behandelt wie im Rahmen des PSPP.

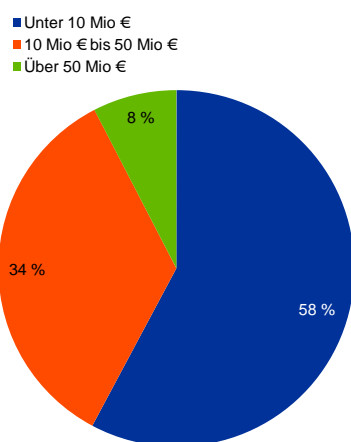
<sup>13</sup> Alle Daten beziehen sich auf Ankäufe, die zum 15. Juli 2016 abgewickelt waren und sind zum Marktwert angegeben.

93 % am Sekundärmarkt. Der Ankaufsbetrag wird wöchentlich auf der Website der EZB veröffentlicht. Ferner erscheint dort in monatlichem Abstand eine Aufschlüsselung nach Primär- und Sekundärmarktkäufen. Der Markt für Unternehmensanleihen ist generell weniger liquide als der Staatsanleihemarkt. So sind die Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen zumeist deutlich kleiner als die von Staatsanleihen, der Markt wird von langfristig ausgerichteten Investoren dominiert, und die Banken treten in der Regel nicht dezidiert als Marktpfleger auf. Aus diesem Grund entfällt der Großteil des CSPP-Volumens auf Handelsabschlüsse mit einem Wert von unter 10 Mio € (siehe Abbildung A), und die einzelnen Käufe am Primärmarkt haben typischerweise ein größeres Volumen als jene am Sekundärmarkt. Das durchschnittliche Handelsvolumen beim CSPP ist weitgehend vergleichbar mit dem des CBPP3, aber geringer als beim PSPP. Der Repomarkt für Unternehmensanleihen ist ebenfalls tendenziell weniger liquide als der entsprechende Markt für Staatsanleihen. Um die Marktliquidität zu fördern, stellt das Eurosystem seit dem 18. Juli seine CSPP-Bestände für Wertpapierleihgeschäfte zur Verfügung. Diese erfolgen über die nationalen Zentralbanken, die Ankäufe durchführen.

**Die Wertpapiere, die im Rahmen des CSPP erworben werden, weisen mit Blick auf ihr Rating, die Wirtschaftszweige, die Herkunftsländer und die einzelnen Emittenten eine breite Streuung auf.** Aufgrund der großen Zahl ankaufsfähiger Unternehmenspapiere wurden bisher 458 verschiedene Anleihen von 175 verschiedenen Emittenten erworben. Die Renditen der angekauften Papiere liegen zwischen rund -0,3 % und mehr als 3 %, wobei gut 20 % der erworbenen Titel eine negative Rendite oberhalb des EZB-Zinssatzes für die Einlagefazilität von -0,4 % aufweisen. Die Ratingnoten reichen von AA bis BBB-, und die Rating-Verteilung der angekauften Papiere spiegelt weitgehend jene des Spektrums an ankaufsfähigen Anleihen wider. Die Ankäufe verteilen sich breit auf zahlreiche Unternehmen aus einer Vielzahl unterschiedlicher Wirtschaftszweige (siehe Abbildung B) und Euro-Länder.

**Abbildung A**  
Handelsvolumen beim CSPP

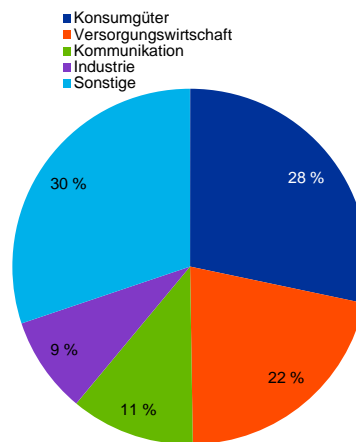
(Anteile in %)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Sekundärmarktkäufe.

**Abbildung B**  
Sektorale Verteilung der Ankäufe

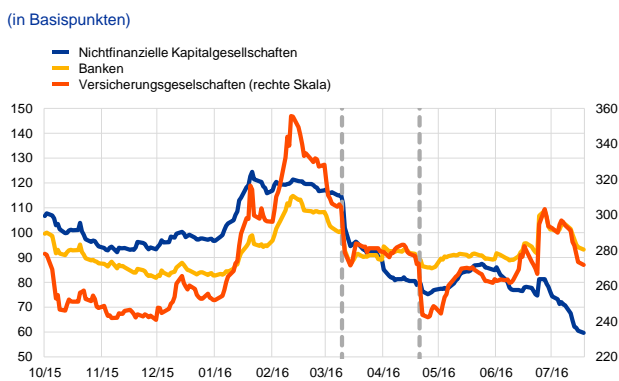
(Anteile in %)



Quellen: Bloomberg und EZB.  
Anmerkung: Auf Basis der Sektoreinteilung nach Bloomberg.

**Die Ankündigung des CSPP am 10. März bewirkte eine deutliche Verengung des Spreads zwischen den Renditen für Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und einem risikofreien Zins.** Die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gingen am Tag der Bekanntgabe stark zurück und nahmen auch in der Folge weiter ab. Unterbrochen wurde der Rückgang nur durch vorübergehende Volatilitätsschübe im Mai und Juni im Zusammenhang mit dem Referendum über die EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs (siehe Abbildung C). Als am 21. April bestätigt wurde, dass auch Versicherungsgesellschaften zum CSPP zugelassen werden, ging der entsprechende Spread ebenfalls deutlich zurück. Das sich daran anschließende Entwicklungsmuster der Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen war zu einem gewissen Teil der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit-Referendum zuzuschreiben.

**Abbildung C**  
Spreads von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating



Quellen: Markit und Bloomberg.  
 Anmerkung: Die Spreads von Unternehmensanleihen werden anhand von Asset-Swap-Spreads gemessen. Die vertikalen Linien zeigen die EZB-Ratssitzungen vom 10. März und 21. April an. Die Indizes enthalten auch nachrangige Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. Juli 2016.

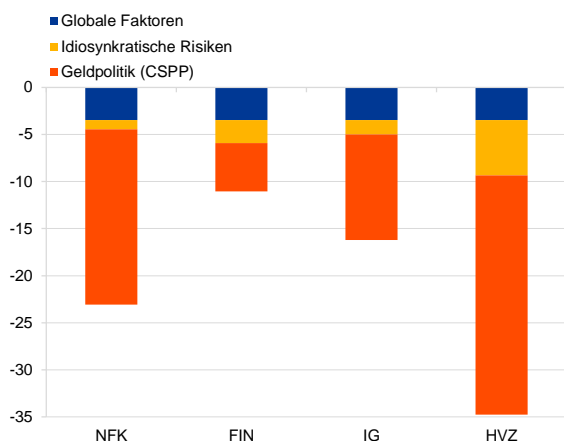
**Ökonometrische Untersuchungen deuten darauf hin, dass für den im März 2016 beobachteten Rückgang der Unternehmensanleihspreeds im Euroraum zu großen Teilen die Ankündigung des CSPP verantwortlich war.** Den in der Literatur gängigen Verfahren folgend, wird die Wirkung der CSPP-Ankündigung mittels eines Ereignisstudienansatzes beurteilt, bei dem der Fokus auf dem Zweiwochenzeitraum nach der Ankündigung liegt. Die empirische Analyse legt den Schluss nahe, dass die von der EZB im März bekannt gegebenen geldpolitischen Beschlüsse, zu denen die Einführung des CSPP, die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität und die neue Serie von vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II) zählen, eine Verbesserung der Außenfinanzierungsbedingungen für Unternehmen bewirkt haben. Eine genaue Schätzung der Wirkung dieser Maßnahmen

dürfte aller Wahrscheinlichkeit nach nicht möglich sein. Allerdings könnte es für eine direktere Ermittlung des Einflusses des CSPP hilfreich sein, den Spread zwischen den einzelnen Unternehmensanleiherenditen und dem risikofreien Zinssatz mit derselben Laufzeit zu betrachten.

## Abbildung D

Beiträge zur Veränderung der Unternehmensanleihe-spreads in den zwei Wochen nach der CSPP-Ankündigung

(in Basispunkten)



Quellen: Merrill Lynch und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Spreads von Unternehmensanleihen werden anhand von Asset-Swap-Spreads gemessen. NFK steht für Anleihen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, FIN steht für vom Finanzsektor emittierte Anleihen, IG für Investment-Grade-Anleihen und HVZ für hochverzinsliche (Non-Investment-Grade-)Anleihen. Nähere Einzelheiten zum verwendeten analytischen Ansatz finden sich in Fußnote 5 sowie in: R. A. De Santis, Credit spreads, economic activity and fragmentation, Working Paper Series der EZB, Nr. 1930, Juli 2016. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 24. März 2016.

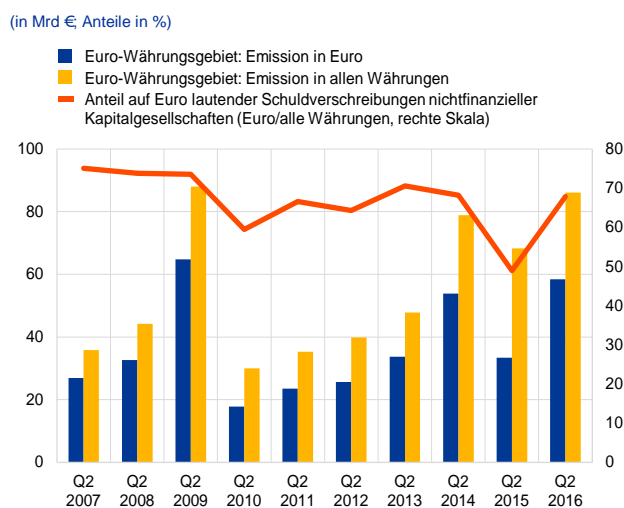
Eine Zeitreihen-Panel-Analyse der Bestimmungsfaktoren für Unternehmensanleihe-spreads zeigt in der Schätzung für Oktober 1999 bis März 2016, dass 11 Basispunkte des insgesamt 16 Basispunkte betragenden Rückgangs des Zinsabstands von Investment-Grade-Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet in der Phase vom 10. bis 24. März auf die im März angekündigten geldpolitischen Maßnahmen – insbesondere auf die Einführung des CSPP – zurückzuführen waren (siehe Abbildung D).<sup>14</sup> Die meisten dieser Anleihen sind für das CSPP zugelassen. Allerdings offenbart dieselbe Analyse auch einen deutlichen Einfluss auf Anleihemarktsegmente, an denen vor allem im Rahmen des CSPP nicht ankaufsfähige Unternehmensanleihen gehandelt werden. So ergibt sich für Hochzinsanleihen (Anleihen auf einer Bonitätsstufe unterhalb des Investment-Grade-Ratings) ein Effekt von 25 Basispunkten und für Unternehmensanleihen von Finanzinstituten ein Einfluss von 5 Basispunkten, wobei diese auch nicht ankaufsfähige Bankanleihen und ankaufsfähige Papiere von Versicherungsgesellschaften mit einschließen. Untermuert werden die Belege für einen

CSPP-bedingten Rückgang der Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen durch die Tatsache, dass sich die Zinsdifferenz bei von Versicherungsgesellschaften begebenen Anleihen deutlich verringerte, als am 21. April die Ankaufsfähigkeit solcher Papiere bestätigt wurde (siehe Abbildung C).

<sup>14</sup> Die Ergebnisse basieren auf einer Paneldatenanalyse, in der die Spreads von 4 750 verschiedenen Unternehmensanleihen mithilfe eines zweistufigen Verfahrens in ihre Determinanten zerlegt werden. In einem ersten Schritt werden die idiosynkratischen Risiken der einzelnen Anleihen von einem systematischen oder aggregierten, sich auf alle Unternehmensanleihen in der Zeit von Oktober 1999 bis März 2016 zugleich auswirkenden Faktor isoliert. Im zweiten Schritt werden die Bestimmungsgrößen dieser systematischen Komponente betrachtet, also globale Faktoren wie etwa Ölpreise, VIX-Index (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) und Geldpolitik. Nähere Einzelheiten zur Herausarbeitung idiosynkratischer und systemischer Risiken finden sich in: R. A. De Santis, Credit spreads, economic activity and fragmentation, Working Paper Series der EZB, Nr. 1930, Juli 2016.

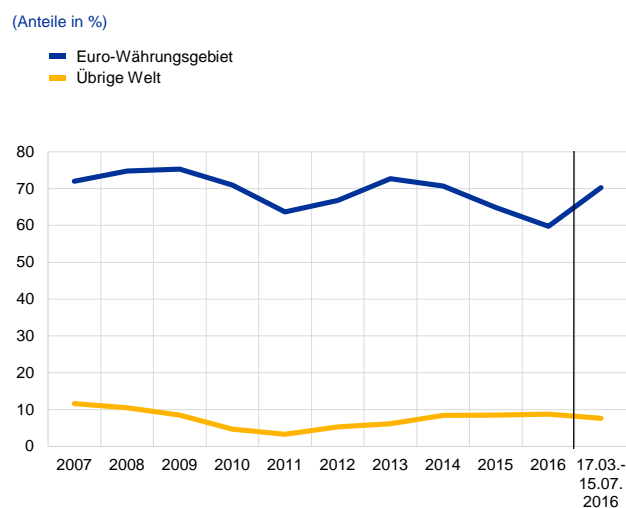
**Nach der Ankündigung des CSPP war eine verstärkte Begebung in Euro denominierter Unternehmensanleihen zu beobachten.** Während die Emissionstätigkeit zu Jahresbeginn in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit an den Finanzmärkten nur verhalten war, stieg sie nach der CSPP-Ankündigung deutlich an. Vorläufigen Daten zufolge lag die Begebung im zweiten Quartal 2016 spürbar über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre (siehe Abbildung E). Außerdem erholte sich der Anteil auf Euro lautender Neuemissionen von im Euroraum ansässigen Unternehmen im Verhältnis zur Begebung in allen Währungen und erreichte mit rund 70 % in etwa wieder das gewohnte Niveau (siehe Abbildung F). Gebietsfremde Firmen mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets haben ihre Anleiheemissionen in Euro bislang nicht ausgeweitet.

**Abbildung E**  
Begebung von Schuldtiteln durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Dealogic und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Daten umfassen sowohl Investment-Grade- als auch Nicht-Investment-Grade-Anleihen. „Emission in Euro“ bezeichnet auf Euro lautende Neuemissionen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz im Euro-Währungsgebiet. „Emission in allen Währungen“ bezeichnet alle Neuemissionen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz im Euro-Währungsgebiet.

**Abbildung F**  
Anteil der auf Euro lautenden Schuldtitel nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quellen: Dealogic und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Daten umfassen sowohl Investment-Grade- als auch Nicht-Investment-Grade-Anleihen. „Euro Währungsgebiet“ bezeichnet in Euro denominierte Neuemissionen im Verhältnis zur gesamten Neuemission nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit Sitz im Euro-Währungsgebiet. „Übrige Welt“ bezeichnet in Euro denominierte Neuemissionen im Verhältnis zur gesamten Neuemission aller nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Daten für das Jahr 2016 beinhalten Beobachtungen bis zum 15. Juli 2016. Im Zeitraum vom 17. März bis zum 15. Juli 2016 ist eine große Transaktion in Höhe von 15 Mrd € nicht enthalten; diese erfolgte in der zweiten März-Woche und war bereits vor der CSPP-Ankündigung vereinbart worden.

## Kasten 3

# Statistische Meldepflicht für den Geldmarkt in Kraft getreten

**Mit hoher Periodizität erhobene Statistikdaten zum Geschehen an den Geldmärkten sind die Voraussetzung für eine fundierte Analyse und kompetente Überwachung der geldpolitischen Standard- und Sondermaßnahmen und deren Implementierung.** Ein profundes Wissen über die Dynamik der Kurzfristzinsen ist eine Grundvoraussetzung für die Durchführung der Geldpolitik und für ein besseres Verständnis des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie für die Finanzstabilität und die mikroprudenzielle Aufsicht. Vor diesem Hintergrund haben die EZB und das Eurosystem die dringliche Notwendigkeit der zeitnahen Erhebung hochfrequenter und granularer Geldmarkttransaktionsdaten festgestellt. Zunächst werden diese Informationen – bezeichnet als Datensatz für das statistische Meldewesen für den Geldmarkt (Money Market Statistical Reporting – MMSR) – in einer ersten Erhebungswelle bei den 52 größten Kreditinstituten des Euro-Währungsgebiets abgefragt.

**Angesichts dieser Notwendigkeit hat die EZB am 1. Juli 2016 damit begonnen, statistische Daten über Geldmarkttransaktionen (gemäß der Verordnung EZB/2014/48 über Geldmarktstatistiken) zu erheben.**<sup>15</sup> Hauptzweck des Datensatzes ist es, das Eurosystem mit hochfrequenten (d. h. täglichen), präzisen, zeitnahen (d. h. einen Tag nach Abschluss des Geschäftes vorliegenden) und umfassenden Informationen über die Transaktionen der zum Berichtskreis gehörenden Kreditinstitute an den Euro-Geldmärkten zu versorgen, was eine verbesserte Überwachung der Transmission der geldpolitischen Beschlüsse auf die Geldmärkte ermöglicht. Damit werden auch wertvolle Informationen über die Funktionsweise der Euro-Geldmärkte verfügbar, die eine gründliche Analyse der Entwicklungen bei den Kurzfristzinsen erlauben.

**Mit diesem neuen granularen Datensatz werden vier Segmente an den Euro-Geldmärkten abgedeckt, nämlich Geschäfte am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt sowie Devisenswapgeschäfte und Tagesgeldsatz-Swaps (Overnight Index Swaps – OIS), die in Euro denominiert sind.** Die neue Verordnung schreibt Tagesmeldungen auf Einzeltransaktionsbasis zu unbesicherten und besicherten Ausleihungen in Euro mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr vor. Ferner sind alle Devisenswapgeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, bei denen der Euro beteiligt ist, sowie alle in Euro denominierten OIS-Geschäfte zu melden. Die zu liefernden Handelsdetails beziehen sich auf Volumen, Zinssatz, Art der Geschäftspartner und Sicherheitenkategorie sowie den Zeitpunkt des Geschäfts.

---

<sup>15</sup> Siehe [www.eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R1333&from=EN](http://www.eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R1333&from=EN)

**Der aktuelle Berichtskreis umfasst 52 der größten Kreditinstitute im Euroraum (berechnet nach ihrem Marktanteil an den Geldmarktsegmenten), welche die in Artikel 2 Absatz 2 der Verordnung EZB/2014/48 niedergelegten Kriterien erfüllen.** Die EZB erhebt Daten von den größten monetären Finanzinstituten (MFIs) des Eurogebiets, wobei der Gesamtbetrag deren wesentlicher Bilanzaktiva im Verhältnis zum Gesamtbetrag der wesentlichen Bilanzaktiva aller MFIs im Euro-Währungsgebiet maßgeblich ist. Die Berichtspflichtigen melden die Daten (einschließlich Informationen zu ihren Zweigniederlassungen in anderen EU- oder EFTA-Staaten) entweder an die NZB des Mitgliedstaats, in dem sie ansässig sind, oder direkt an die EZB. Im Einklang mit der Verordnung EZB/2014/48 kann der EZB-Rat künftig die Anzahl der meldepflichtigen Institute – beispielsweise auf Grundlage der Bedeutung der Geldmarktaktivitäten eines MFIs oder dessen Relevanz für die Stabilität und die Funktion des Finanzsystems – ausweiten.

**Die Meldedaten decken sowohl Geschäfte zwischen MFIs als auch MFI-Transaktionen mit anderen Geschäftspartnern ab.** Im Besonderen umfassen sie einzeltransaktionsbasierte Informationen der Meldepflichtigen zu Geschäften mit anderen MFIs, sonstigen Finanzinstituten (SFIs), Versicherungsgesellschaften, Altersvorsorgeeinrichtungen, Zentralbanken (ohne Transaktionen im Zusammenhang mit Tendergeschäften und ständigen Fazilitäten des Eurosystems) und dem Staat sowie zu allen Geschäften mit nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die gemäß dem Basel-III-Rahmenwerk zur Mindestliquiditätsquote als „Großkunden“ gelten.

**Mit dem Inkrafttreten der Meldepflicht zur Geldmarktstatistik werden nun täglich 35 000 Transaktionsaufzeichnungen aus den 52 berichtspflichtigen Instituten des Euroraums übermittelt.** Um Anlaufschwierigkeiten und deren Auswirkungen gering zu halten und eine vollständige Automatisierung ab dem 1. Juli 2016 sicherzustellen, hatten die Kreditinstitute bereits am 1. April 2016 mit der Datenlieferung begonnen. Der dreimonatige Zwischenzeitraum wurde zur Feinabstimmung des Berichtsverfahrens noch vor dem Inkrafttreten der rechtlichen Verpflichtung am 1. Juli als notwendig erachtet.

**Angesichts des großen Datenvolumens und eintägigen Erhebungsintervalls sowie der erforderlichen Datenaktualität wird ein hoher Automationsgrad für die Datenströme zwischen den zum Berichtskreis gehörenden Kreditinstituten und dem Eurosystem angestrebt.** Hierzu hat das Eurosystem für das zugrunde liegende Klassifikationsschema und Datenübermittlungsformat die Verwendung der ISO-Norm 20022 vorgegeben. Im Januar 2016 genehmigte die ISO Securities Standards Evaluation Group einen Berichtssatz aus vier Meldenachrichten und einer Statusnachricht mit Feedback-Informationen. Die Nachrichten werden sowohl für den statistischen Geldmarktdatensatz in Euro als auch die Datenerfassung für den Pfund-Sterling-Geldmarkt (Sterling Money Market Data) durch die Bank of England verwendet.

**In den nächsten Monaten wird die EZB aggregierte Statistiken veröffentlichen.** Dazu könnte die Aufgliederung der unterschiedlichen Marktsegmente nach Häufigkeit und Konzentration der Marktaktivität je Meldepflichtigen im Verbund mit einer Analyse der Veränderung von Volumen und Sätzen im Verlauf der Zeit gehören. Die

Veröffentlichung dieser Daten wird in der natürlichen Nachfolge ähnlicher Publikationen wie dem Money Market Survey stehen, die in jährlichem Rhythmus einen Überblick über den Geldmarkt gewährten. Ferner sollen die Statistiken als Hintergrunddaten für Publikationen wie die Studie über den Euro-Geldmarkt (Euro Money Market Study) genutzt werden.



## Kasten 4

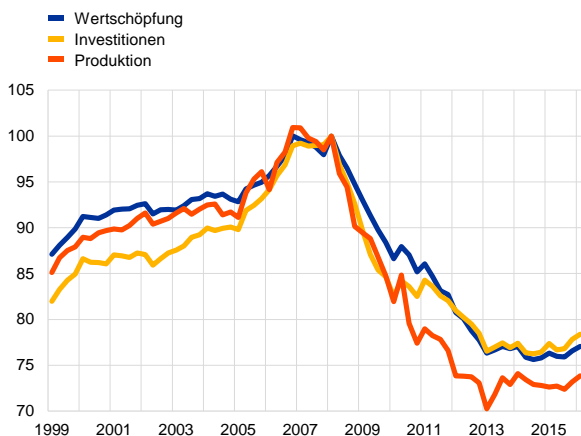
# Aktuelle Entwicklung der Bautätigkeit im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Kasten beleuchtet die Ursachen für die jüngste Erholung des Baugewerbes und beurteilt anhand von Konjunkturindikatoren und im Zusammenhang mit den allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Aussichten, wie stark diese Erholung ist. Die Bautätigkeit hatte sich im Vorfeld der 2008 ausgebrochenen Finanz- und Wirtschaftskrise rasch ausgeweitet, wurde von der nachfolgenden Rezession jedoch schwer getroffen: Vom Höchst- bis zum Tiefstand gingen Wertschöpfung wie auch Beschäftigung um rund 25 % zurück, wobei zwischen den einzelnen Ländern beträchtliche Unterschiede bestanden.<sup>16</sup> Trotz der ab dem Jahr 2013 zu beobachtenden Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet scheint das Baugewerbe die Talsohle erst im Jahr 2015 durchschritten zu haben und weist erst in den letzten Quartalen wieder Anzeichen einer Belebung auf (siehe Abbildung A).

### Abbildung A

Wertschöpfung, Investitionen und Produktion im Baugewerbe des Euro-Währungsgebiets

(Index: Q1 2008 = 100; Quartalswerte; saison- und arbeitstäglich bereinigt; verkettete Werte)

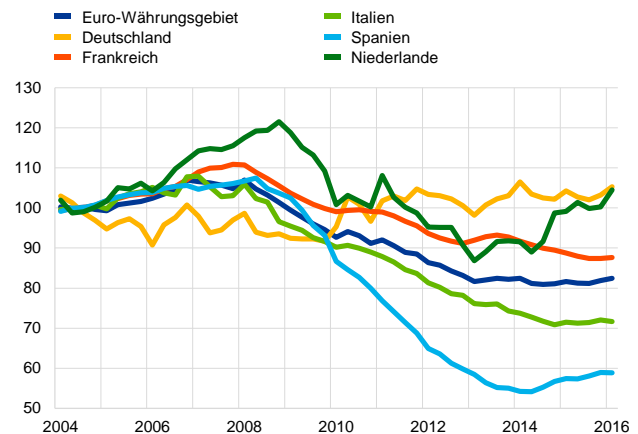


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

### Abbildung B

Wertschöpfung im Baugewerbe des Euro-Währungsgebiets und der größten Euro-Länder

(Index: 2004 = 100; Quartalswerte; saison- und arbeitstäglich bereinigt; verkettete Werte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Bezogen auf die größten Länder des Euro-Währungsgebiets verzeichnet der Bausektor in Deutschland und den Niederlanden seit 2004 die robusteste Entwicklung (siehe Abbildung B). Vor und nach der Krise wies die Bautätigkeit in den meisten großen Euro-Ländern (mit Ausnahme Deutschlands) ein deutlich

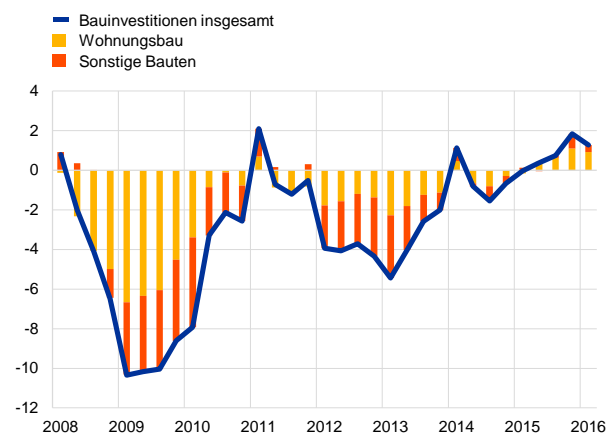
<sup>16</sup> In einigen Mitgliedstaaten brach die Bautätigkeit sogar um 75 % ein (Griechenland und Zypern), wohingegen der Rückgang in anderen Ländern moderat blieb (z. B. 2,5 % in Belgien und 7 % in Deutschland).

zyklisches Verlaufsmuster auf, das von Boom-Bust-Phasen an den Immobilienmärkten geprägt war. Von 2004 bis 2007 leisteten Frankreich, Italien, die Niederlande und Spanien die größten positiven Beiträge zur Bautätigkeit im Euro-Währungsgebiet, während die Bauproduktion in Deutschland deutlich schwächer ausfiel. Nach 2008 gingen die Bauaktivitäten in den meisten großen Volkswirtschaften zurück; davon ausgenommen war Deutschland, das bis 2010 eine in etwa gleichbleibende Entwicklung verzeichnete. Ab 2010 nahmen Wertschöpfung und Produktion im deutschen Bausektor aufgrund einer höheren Nachfrage nach Wohnimmobilien wieder zu,<sup>17</sup> während es in Spanien und den Niederlanden erst Anfang 2014 zu einer Belebung kam.

**Die Bautätigkeit erholte sich zuletzt auf breiter Front.** In Deutschland, Spanien, den Niederlanden und einigen kleineren Euro-Ländern zog die Bauproduktion im Schlussquartal 2015 und im ersten Jahresviertel 2016 an, während sie sich in Frankreich und Italien allem Anschein nach stabilisierte. Analog dazu erhöhte sich in den meisten Ländern des Euroraums im selben Zeitraum auch die Wertschöpfung<sup>18</sup>.

**Abbildung C**  
Wachstum der Bauinvestitionen und Beitrag des Wohnungsbaus und der sonstigen Bauten

(Jahreswachstumsrate und Beiträge; in %; Quartalswerte; saison- und arbeitstäglich bereinigt; verkettete Werte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Der Anstieg der Bauproduktion im Euro-Währungsgebiet wird von den Wohnungsbauinvestitionen getragen.**

Eine Aufschlüsselung des monatlichen Indikators der Produktion im Baugewerbe zeigt, dass der Hochbau<sup>19</sup> kräftig expandiert, während sich der Tiefbau nach wie vor schwach entwickelt. Somit werden die Bauinvestitionen vom Wohnungsbau angetrieben, der im Jahr 2015 ebenfalls seinen Tiefstand erreicht hatte und in den jüngsten Quartalen wieder zu steigen begann (siehe Abbildung C).

**Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten ist in erster Linie auf eine Belebung der Nachfrage zurückzuführen, die den Erwartungen zufolge auch weiterhin hoch bleiben wird.**

Die Nachfrage nach Wohnungsbauinvestitionen wird durch verschiedene Faktoren gestützt. Erstens hat das Wachstum des real verfügbaren Einkommens mit der Aufhellung an den Arbeitsmärkten angezogen. Die privaten Haushalte

zeigen eine höhere Investitionsbereitschaft, wenn die Wahrscheinlichkeit eines Arbeitsplatzverlustes geringer ist. Zweitens sind die realen Hypothekenzinsen zurückgegangen und die Kreditbedingungen günstig, was zum Teil auf die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen im Euroraum zurückzuführen ist. Drittens wirken sich

<sup>17</sup> Siehe auch Deutsche Bundesbank, Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten, Monatsbericht Oktober 2013, S. 13-30.

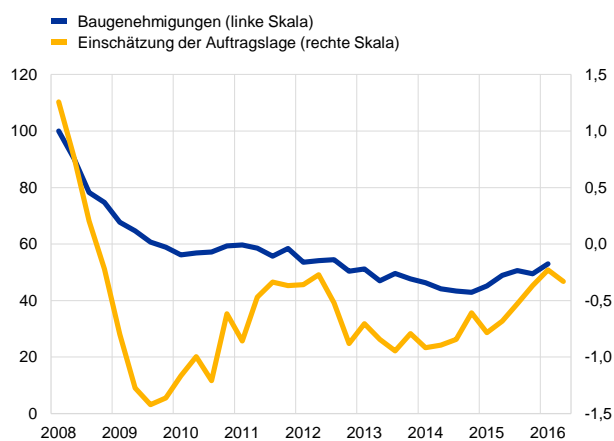
<sup>18</sup> Bauproduktion und Wertschöpfung weisen einen engen Gleichlauf auf, unterscheiden sich jedoch in mehrfacher Hinsicht voneinander. Siehe EZB, Nähere Betrachtung der Differenzen zwischen industrieller Bruttowertschöpfung und Industrieproduktion, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2016, Februar 2016; diese Aussagen treffen auch auf den Bausektor zu.

<sup>19</sup> Nach der Klassifikation der Bauwerke umfassen Gebäude sowohl Wohngebäude als auch Nichtwohngebäude. Die Entwicklungen beim Bau von Gebäuden korrelieren jedoch stark mit jenen im Bereich der Wohnungsbauinvestitionen.

auch die vor Kurzem ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen – darunter steuerliche Anreize in mehreren Ländern<sup>20</sup> – positiv auf die Nachfrage nach Wohnimmobilien aus. Und schließlich lassen sich mit anderen Anlageformen privater Haushalte derzeit nur geringe Erträge erzielen, was einen weiteren Anreiz für Investitionen in den Wohnungsbau darstellt. Diese Faktoren dürften die Nachfrage nach Wohnimmobilien und die Bautätigkeit in den kommenden Quartalen weiter fördern.

**Abbildung D**  
Erteilte Baugenehmigungen und Einschätzung der Auftragslage seitens der Bauunternehmen im Euro-Währungsgebiet

(Baugenehmigungen: Index: Q1 2008 = 100; Einschätzung der Auftragslage: standardisierter Saldenindikator; Quartalswerte; saison- und arbeitstäglich bereinigt)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Baugenehmigungen sind in Quadratmetern der Nutzfläche angegeben.

**Die Konjunkturindikatoren zeichnen ein etwas uneinheitliches Bild bezüglich der Aussichten für das Baugewerbe.** Einerseits deutet die Anzahl der erteilten Baugenehmigungen für die Zukunft auf einen Aufschwung im Hochbau hin (siehe Abbildung D). Zudem liegt der im Rahmen der Branchenumfragen der Europäischen Kommission erhobene Indikator für das Vertrauen im Baugewerbe derzeit in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts. Andererseits könnte das erste Quartal 2016 durch Witterungseinflüsse geprägt gewesen sein, daher ist hinsichtlich der Aussagekraft der Zahlen für das Gesamtjahr eine gewisse Vorsicht geboten. Im ersten Jahresviertel 2016 leistete Deutschland den größten Beitrag zu der im Eurogebiet verzeichneten Zunahme der Wertschöpfung im Baugewerbe. Der Aufwind der Baukonjunktur in Deutschland dürfte jedoch auch den milden Wintertemperaturen zuzuschreiben sein.<sup>21</sup> In den vergangenen drei Jahren (einschließlich 2016) wurden jeweils im ersten Quartal in der Tat die höchsten

Zuwächse verbucht, wenngleich dies im Jahr 2015 nur für die Wertschöpfung und die Investitionen, nicht aber für die Produktion galt. Der im zweiten Jahresviertel jeweils folgende Rückgang legt jedoch den Schluss nahe, dass die Entwicklung im ersten Vierteljahr durch mildes Winterwetter begünstigt wurde. Darüber hinaus ist der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das Baugewerbe im Euro-Währungsgebiet – nach einem starken Anstieg zu Jahresbeginn – in den letzten Monaten deutlich auf ein Niveau gefallen, das auf eine weitgehend geringe Bauaktivität schließen lässt. Eine ähnliche Entwicklung war bei der Einschätzung der Auftragslage zu beobachten. Zudem war die monatliche Bauproduktion im April und Mai rückläufig und signalisierte damit gewisse Risiken hinsichtlich der Stärke der Erholung im Bausektor und bei den Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal 2016. Insgesamt deuten diese Konjunkturindikatoren auf eine leichte Korrektur der in den vorangegangenen zwei Quartalen sehr dynamischen Baukonjunktur hin.

<sup>20</sup> In Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Malta, den Niederlanden, Österreich und Finnland wurden steuerliche Anreize für Wohnungsbauinvestitionen eingeführt.

<sup>21</sup> Siehe auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Mai 2016, S. 53.

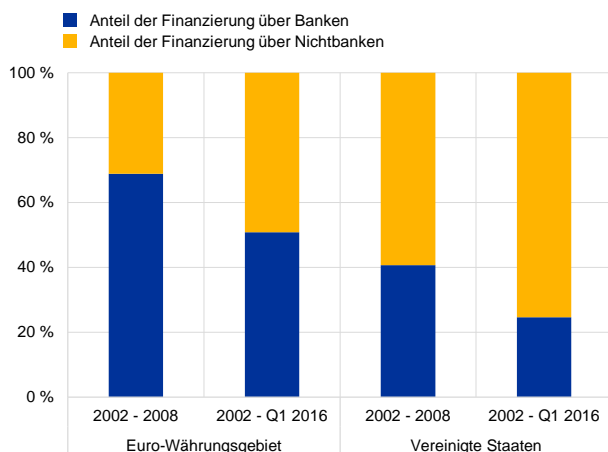
# Kasten 5

## Entwicklung der Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

**Die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ist für die Transmission der Geldpolitik auf die Realwirtschaft und die Schockresistenz des Unternehmenssektors von entscheidender Bedeutung.** Der vorliegende Kasten beschäftigt sich mit den jüngsten Veränderungen der Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet, den möglichen Ursachen dieser Entwicklungen und den potenziellen Implikationen für die Transmission der Geldpolitik.

**Abbildung A**  
Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten über Banken und Nichtbanken

(kumulierte Transaktionen; in %)



Quellen: EZB und Federal Reserve System.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016.

**Seit dem Ausbruch der Finanzkrise hat die Finanzierung über Nichtbanken erheblich an Bedeutung gewonnen.** Traditionell finanzieren die Unternehmen im Euroraum ihre Anlageinvestitionen und ihr Betriebskapital hauptsächlich über Bankkredite. Gemessen an den kumulierten Transaktionen belief sich der Anteil der Bankkredite an der gesamten Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Zeitraum 2002 bis 2008 auf rund 70 %, in der Zeit von 2002 bis Anfang 2016 hingegen nur auf 50 % (siehe Abbildung A). Dieser Rückgang bedeutet, dass alternative Finanzierungsquellen im Eurogebiet an Bedeutung gewonnen haben. Die rückläufige Mittelaufnahme über Banken hängt in erster Linie mit der Entwicklung der Finanzierungsstruktur großer Unternehmen zusammen. Demgegenüber finanzieren sich kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), die das Rückgrat der Wirtschaft des Euroraums bilden, weiterhin vorwiegend über Bankkredite. In den Vereinigten Staaten konnte sogar eine noch weitergehende Verschiebung in Richtung markt-

basierter Finanzierungsquellen beobachtet werden; hier verringerte sich der Anteil der Bankkredite an der gesamten Außenfinanzierung der nichtfinanziellen

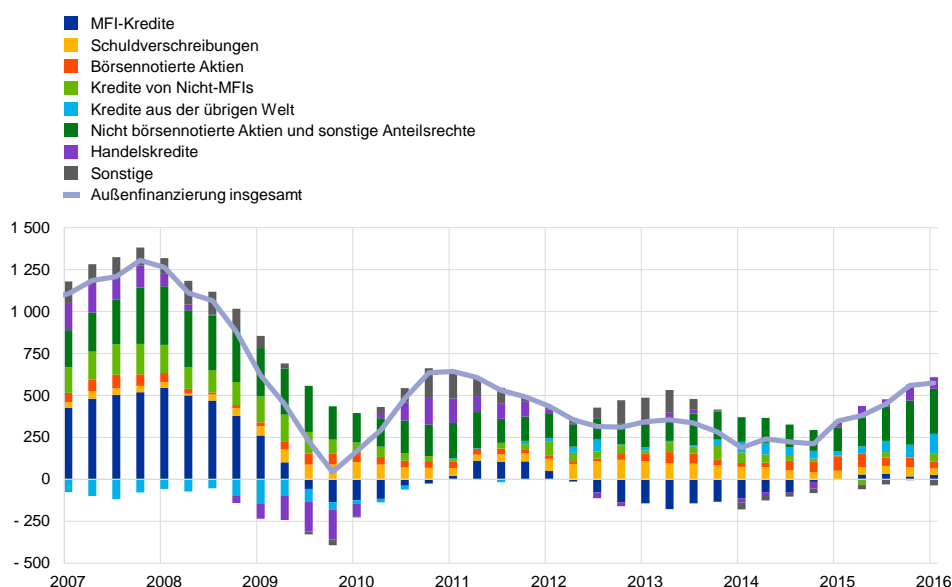
Kapitalgesellschaften von 40 % in der Zeit vor 2009 auf 25 % im Gesamtzeitraum von 2002 bis Anfang 2016.<sup>22</sup>

**Die zunehmende Bedeutung von Nichtbanken als Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euroraums hängt mit zyklischen sowie strukturellen Faktoren zusammen.** Diese werden nachfolgend erörtert.

1. *Langwährende Schwäche der Bankkreditvergabe.* Die Nettofinanzierungsströme von Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ebten in den Jahren 2009 und 2010 sowie zwischen 2012 und 2014 ab, wofür sowohl nachfrage- als auch angebotsseitige Faktoren, darunter eine strengere Regulierung und Aufsicht, ursächlich waren (siehe Abbildung B). Insoweit die Beschränkungen des Kreditangebots zwingend waren, sahen sich die Unternehmen genötigt, alternative Finanzierungsquellen zu erschließen. Obwohl sich die Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit Ende 2014 erholt, sind die Nettokreditströme nach wie vor relativ gering, sodass der Anteil der Bankkredite vor dem Hintergrund der Zunahme der gesamten Außenfinanzierung dieser Unternehmen weiter abnimmt.

**Abbildung B**  
Aufschlüsselung der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet nach Instrumenten

(Veränderung gegen Vorjahr; in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016. „Sonstige“ bezeichnet die Differenz zwischen der Summe und den einzelnen Instrumenten und umfasst auch Kredite zwischen Unternehmen sowie einen Ausgleich der Daten aus den nichtfinanziellen und finanziellen Konten.

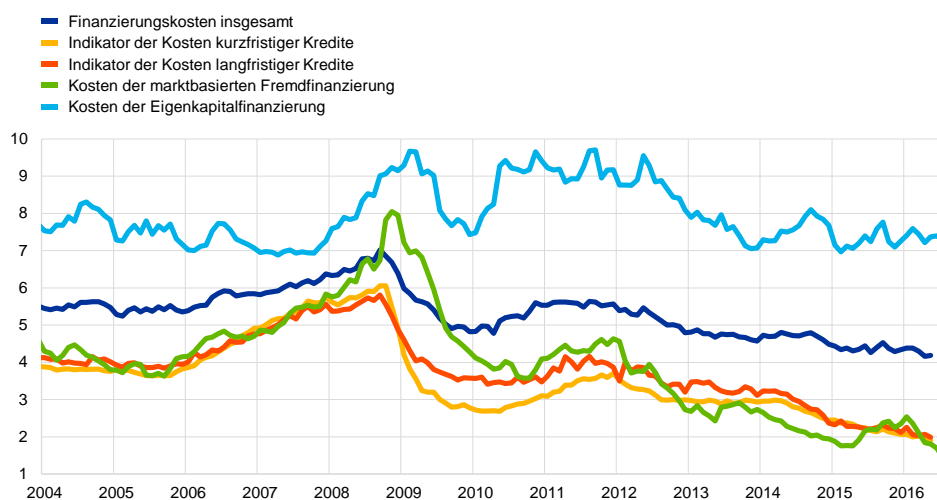
<sup>22</sup> Auf Basis fiktiver Bestände belief sich der Anteil der (nicht um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten) Bankkredite an der gesamten Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet (ohne intrasektorale Kredite, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte, Finanzderivate und sonstige Verbindlichkeiten) im ersten Quartal 2016 auf 35,4 % (nach 41,3 % im Schlussquartal 2008), der Anteil der begebenen Schuldverschreibungen auf 10,1 % (nach 6,5 %) und der Anteil der börsennotierten Aktien weitgehend unverändert auf 29,9 % (nach 29,7 %).

2. *Relativ rege Emission von Unternehmensanleihen.* Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften haben ihren Nettoabsatz an Schuldverschreibungen erheblich gesteigert, vor allem im Zeitraum von 2009 bis Mitte 2014. Dies geschah unter anderem, um die rückläufige Bankkreditvergabe aufzufangen, war aber auch Ausdruck der zunehmend günstigen Finanzierungsbedingungen am Markt.<sup>23</sup> Aus den jüngsten Daten zur Emissionstätigkeit im zweiten Quartal 2016 geht hervor, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach wie vor mehr Anleihen begeben als vor der Krise, wenngleich sich die Dynamik seit Mitte 2014 etwas abgeschwächt hat. Zusätzlich gestützt wird die Emissionstätigkeit durch das neue, am 10. März 2016 angekündigte Programm der EZB zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP), das in Kasten 2 dieses Wirtschaftsberichts näher erläutert wird, sowie durch die historisch niedrigen Zinsen für Unternehmensanleihen. Die nominalen Kosten der marktbasierter Außenfinanzierung lagen Mitte Juli 2016 bei 1,45 % und damit deutlich unter den gegenwärtigen Bankkreditzinsen (siehe Abbildung C). Seit Ende 2008 sind die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung um 650 Basispunkte gesunken, wofür sowohl die geldpolitischen Maßnahmen der EZB als auch die weltweit rückläufigen Anleiherenditen maßgeblich waren.

### Abbildung C

#### Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Financial DataStream, Merrill Lynch, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gesamten Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung in Form von Aktien, bezogen auf den anteiligen Finanzierungsumfang laut den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet. Die jüngsten Angaben zu den Gesamtkosten und Buchkreditzinsen beziehen sich auf Mai 2016, die jüngsten Daten zu den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung auf den 20. Juli 2016.

<sup>23</sup> Siehe auch EZB, Jüngste Entwicklungen bei der Emission von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Monatsbericht April 2014.

3. *Zunehmende Bedeutung von Nicht-MFIs bei der Finanzintermediation.* Die Kreditgewährung von Nicht-MFIs<sup>24</sup> an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hat seit der Krise zugenommen und somit auch die Auswirkungen der schwachen Bankkreditvergabe abgemildert.<sup>25</sup> Die dynamische Entwicklung der Nicht-MFI-Kredite in den vergangenen Jahren war in erster Linie einem Anstieg der Kredite von Finanzierungszweckgesellschaften (SPEs) an die betreffenden Mutterunternehmen geschuldet, die über die Emission von Schuldverschreibungen der Tochterunternehmen finanziert wurden. Finanzierungszweckgesellschaften sind in der Regel in einem anderen Land (innerhalb oder außerhalb des Eurogebiets) ansässig als ihr Mutterunternehmen, um von günstigen steuerlichen Bedingungen und Finanztechnologien zu profitieren. Daher spiegeln sich in der robusten Entwicklung der Kredite von ausländischen Unternehmen in den letzten Quartalen höchstwahrscheinlich auch die gestiegenen Anleiheemissionen der Unternehmen durch deren Tochtergesellschaften außerhalb des Euroraums wider.
4. *Stärkere Inanspruchnahme intrasektoraler Finanzierungsmöglichkeiten.* Von Mitte 2010 bis Ende 2012 griffen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch deutlich stärker auf Handelskredite und intrasektorale Ausleihungen zurück, um die negativen Auswirkungen des gesunkenen Kreditangebots auf die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln abzumildern. Zugleich finanzierten sie während der Krise einen größeren Anteil ihrer Geschäftstätigkeit über intern generierte Mittel und höhere einbehaltene Gewinne. Diese Entwicklung hat das Wachstum der Fremdfinanzierung gedämpft und zur Stabilisierung der Bruttoverschuldung beigetragen. Außerdem parken die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach wie vor einen erheblichen Teil ihrer einbehaltenen Gewinne in liquiden Anlageformen. Die gegenwärtig historisch hohen Liquiditätspolster dürften die Schockabsorptionsfähigkeit der Unternehmen erhöhen.

**Die Verschiebungen in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften könnten Implikationen für die Transmission der Geldpolitik haben, deren Gesamteffekt jedoch noch schwer abzuschätzen ist.**

Eine stärker diversifizierte Finanzierungsstruktur kann die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen gegen Schocks im Bankensystem erhöhen. Außerdem vermehren sich dadurch die Kanäle, über die die Geldpolitik auf die Realwirtschaft übertragen wird. Dies kommt auch in der Geldpolitik der EZB zum Ausdruck, die sich in den vergangenen Jahren einer breiten Palette geldpolitischer Instrumente bediente, um zusätzliche monetäre Impulse zu erzeugen. Dass Nicht-MFIs zunehmend als

---

<sup>24</sup> Nicht-MFI-Kredite umfassen Kredite von sonstigen Finanzinstituten (SFIs) sowie von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs). SFI-Kredite umfassen Kredite von finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs), die zum Halten verbriefteter Bankkredite eingerichtet wurden, sowie Kredite von Finanzierungszweckgesellschaften, Finanzierungsleasinggesellschaften, Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften, im Bereich Geschäftsentwicklungsfinanzierung tätigen Unternehmen und Holdinggesellschaften. VGPE-Kredite umfassen unter anderem Kredite, die direkt zur Finanzierung von Bauprojekten gewährt werden, den Erwerb verbriefteter Kredite für Investmentportfolios sowie ggf. auch Beteiligungen an Konsortialkrediten.

<sup>25</sup> Siehe EZB, Die Rolle der nichtmonetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet bei der Finanzintermediation, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Finanzintermediäre auftreten, könnte die geldpolitische Transmission beschleunigen, da manche Nicht-MFIs ihre Risikopositionen möglicherweise flexibler an Veränderungen im Konjunktur- und Finanzzyklus anpassen als Banken. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob sich der aktuelle Trend in Richtung stärker marktbasierter Finanzierungsmuster in der Realwirtschaft auch dann fortsetzt, wenn sich die Bankkreditvergabe vollständig erholt hat. In der Vergangenheit ging eine nachhaltige Zunahme der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stets mit einer dynamischeren Bankkreditgewährung einher. Die EU hat eine Reihe von Initiativen zur Verbesserung des Zugangs der Unternehmen zu Risikokapital und marktbasierter Finanzierungsquellen ergriffen. Inwieweit es dadurch gelingen wird, die Abhängigkeit – insbesondere der KMUs – von Bankkrediten zu verringern, lässt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch noch nicht abschätzen.



# Kasten 6

## Länderspezifische Empfehlungen 2016

**Die Europäische Kommission spricht jährlich länderspezifische Empfehlungen für die einzelnen Mitgliedstaaten der EU aus,<sup>26</sup> in denen die politischen Prioritäten für das kommende Jahr festgelegt werden.** Diese Empfehlungen sind

Bestandteil des wirtschaftspolitischen Koordinierungsprozesses im Rahmen des Europäischen Semesters, durch den sichergestellt wird, dass die Mitgliedstaaten im gesamten Jahresverlauf ihre Wirtschafts- und Haushaltsplanung mit ihren Partnern in der EU besprechen. Mit den länderspezifischen Empfehlungen wird die auch in Artikel 121 des Vertrags über die Arbeitsweise der europäischen Union (AEUV) niedergelegte Verpflichtung umgesetzt, die nationale Wirtschaftspolitik in einer Währungsunion als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu betrachten. Die einzelnen Mitgliedstaaten erhalten auf sie zugeschnittene Reformempfehlungen, wie sie unter Gewährleistung solider Staatsfinanzen das Wirtschaftswachstum fördern und ihre Widerstandsfähigkeit verbessern können.<sup>27</sup> Die zeitnahe Umsetzung dieser Empfehlungen ist von entscheidender Bedeutung, um in den Euro-Ländern die hohen Arbeitslosenquoten zu senken und das niedrige Potenzialwachstum zu steigern. Zudem wird die Widerstandskraft des Euro-Währungsgebiets gegenüber negativen Schocks gestärkt und so das reibungslose Funktionieren der WWU als Ganzes sichergestellt.

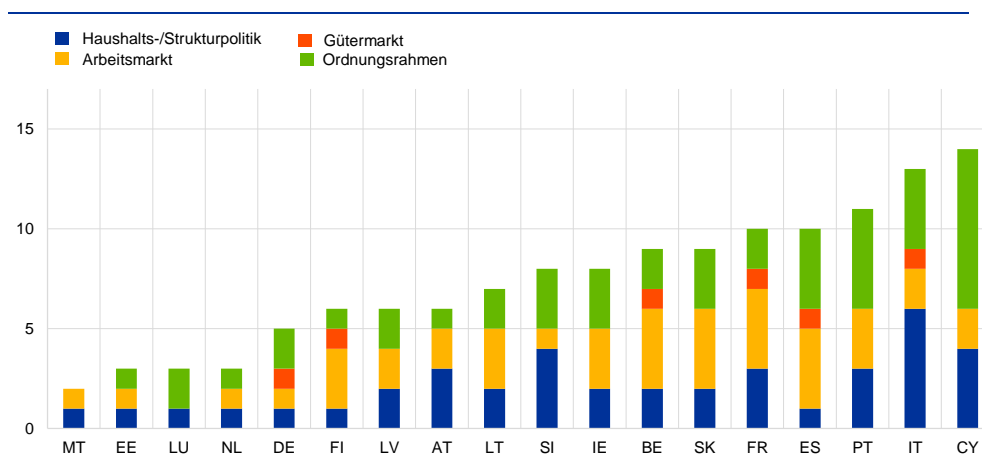
**Die länderspezifischen Empfehlungen werden in einem umfassenden Verfahren erstellt, das im Herbst des Jahres vor der Empfehlungsabgabe beginnt.** Im November 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission ihren Jahreswachstumsbericht sowie den Warnmechanismus-Bericht. Während im Jahreswachstumsbericht die wichtigsten politischen Prioritäten der EU insgesamt ermittelt werden, enthält der Warnmechanismus-Bericht eine Einschätzung der Entwicklungen in den einzelnen Mitgliedstaaten mit Blick auf eventuell entstehende oder bereits vorhandene Ungleichgewichte, die einer Korrektur durch gezielte politische Maßnahmen bedürfen. Auf Basis dieser Dokumente verabschiedete der Rat der EU Anfang 2016 die für das Eurogebiet verfassten Empfehlungen, in denen die wichtigsten Reformbereiche für die WWU als Ganzes ausgewiesen werden. In den am 1. Februar 2016 veröffentlichten länderspezifischen Empfehlungen wurde gefordert, die bestehenden Ungleichgewichte zu korrigieren, die Rigiditäten an den Arbeitsmärkten zu beseitigen, den Wettbewerb an den Gütermärkten zu fördern und den Ordnungsrahmen zu stärken – insbesondere durch eine Verbesserung der Insolvenzverfahren für Unternehmen und Privathaushalte, die nicht zuletzt auch eine Verringerung der Bestände an notleidenden Krediten herbeiführen soll. Am 18. Mai

<sup>26</sup> Mitgliedstaaten, die ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchlaufen, erhalten keine länderspezifischen Empfehlungen, da ihre Politikschwerpunkte bereits in einem Memorandum of Understanding festgelegt wurden. Derzeit betrifft dies Griechenland.

<sup>27</sup> Im vorliegenden Kasten werden alle an die Euro-Mitgliedstaaten gerichteten Empfehlungen betrachtet – mit Ausnahme der ersten Empfehlung zur Finanzpolitik, die sich auf die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) bezieht. Zu diesen Empfehlungen siehe EZB, Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2016, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

2016 legte die Kommission den Mitgliedstaaten einen Entwurf der länderspezifischen Empfehlungen 2016 vor. Nach Erörterungen in den betreffenden EU-Ausschüssen wurden die Empfehlungen am 12. Juli vom Rat der EU in der endgültigen Fassung verabschiedet.

**Abbildung A**  
Länderspezifische Empfehlungen 2016 nach Reformbereichen (Euro-Mitgliedstaaten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gezeigt wird die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen 2016 in einer groben Aufschlüsselung nach Reformbereichen. Der Bereich „Haushalts-/Strukturpolitik“ umfasst die öffentliche Verwaltung, die alterungsbedingten Ausgaben und die Besteuerung; zum Bereich „Gütermarkt“ zählen sektorspezifische Vorschriften; in den Bereich „Arbeitsmarkt“ fallen die Lohnpolitik, der Kündigungsschutz, die Bildungs- und die aktive Arbeitsmarktpolitik; der Bereich „Ordnungsrahmen“ beinhaltet das regulatorische Umfeld, das öffentliche Beschaffungswesen, das Rechtssystem, die Insolvenzvorschriften, Maßnahmen zum Wohnimmobilienmarkt sowie die Regulierung des Finanzsektors. Die den SWP betreffenden länderspezifischen Empfehlungen sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt.

**Die Mitgliedstaaten haben die länderspezifischen Empfehlungen in den letzten Jahren nur unzureichend umgesetzt.**<sup>28</sup> Wie die Kommission im Februar 2016 feststellte, wurden in Bezug auf die Umsetzung des Großteils der Reformempfehlungen 2015 (über 90 %) nur „einige“ bzw. „begrenzte“ Fortschritte erzielt, während lediglich bei einer geringen Anzahl von Empfehlungen „substanzielle Fortschritte“ bzw. eine „vollständige Umsetzung“ zu verzeichnen waren. Nach den enttäuschenden Erfahrungen bezüglich der Erfüllung der länderspezifischen Empfehlungen in den vergangenen Jahren ist diese schwache Umsetzungsbilanz im Bereich der Strukturreformen als weitere Verschlechterung zu werten. Dass die Mitgliedstaaten den Empfehlungen nicht im ausreichenden Umfang folgen, ist umso mehr ein Grund zur Sorge, als im Euroraum nach wie vor Rigiditäten und Anfälligkeiten bestehen, die sich unter anderem in dem von der Kommission vermerkten Anstieg der Anzahl an Ländern mit übermäßigen Ungleichgewichten<sup>29</sup> widerspiegeln.

<sup>28</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

<sup>29</sup> Siehe EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Abbildung 11, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

**Für einige Mitgliedstaaten wurden die länderspezifischen Empfehlungen 2016 nochmals gestrafft, nachdem bereits im Vorjahr eine weitreichende**

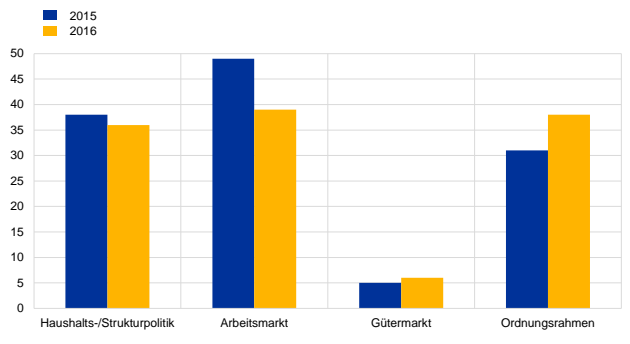
**Priorisierung erfolgt war.** Seinerzeit war die Anzahl der Empfehlungen von der Kommission reduziert worden, um den Staaten die Möglichkeit zu geben, sich auf makroökonomisch und sozialpolitisch relevante Bereiche zu konzentrieren. Dennoch stellte sich – wie bereits erwähnt – kein verbesserter Umsetzungsfortschritt ein. Die Empfehlungen wurden in diesem Jahr nochmals deutlich gestrafft, sogar für die Mehrzahl der Länder mit übermäßigen Ungleichgewichten.

**In den länderspezifischen Empfehlungen 2016 wurden – entsprechend den Schwerpunkten der für das Euro-Währungsgebiet verfassten Empfehlungen – neue Prioritäten festgelegt.**

Die Kommission hat für alle Mitgliedstaaten die Anzahl jener Empfehlungen deutlich erhöht, die der Notwendigkeit ordnungspolitischer Maßnahmen zur Förderung der Investitionstätigkeit – etwa durch eine Verbesserung des Umfelds für Unternehmen und der Wirksamkeit von Regelungen zum Umgang mit notleidenden Krediten – Rechnung tragen. Der letztgenannte Punkt wird insbesondere für Länder mit einem hoch verschuldeten privaten Sektor von Bedeutung sein, da die schnellere Abwicklung solcher Kredite es den überlebenschfähigen Unternehmen erleichtern sollte, wieder Investitionen zu tätigen. Abbildung A zeigt die länderspezifischen Empfehlungen 2016 in einer Aufschlüsselung nach Reformbereichen. Es wird ersichtlich, dass die Empfehlungen zu vielen Ländern zu einem großen Teil in ihrem Ordnungsrahmen bestehende Engpässe betreffen; hierzu gehören alle Maßnahmen, die sich auf das regulatorische Umfeld, das Rechtssystem, die Insolvenzvorschriften, den Wohnimmobilienmarkt und die Regulierung des Finanzsektors beziehen. Derartige Engpässe erschweren den Markteintritt, verringern die Investitionsanreize für Unternehmen und beeinträchtigen die Ressourcenallokation.

## Abbildung B

Länderspezifische Empfehlungen 2015 und 2016 nach Reformbereichen (Euro-Mitgliedstaaten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gezeigt wird die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen 2015 und 2016 in einer groben Aufschlüsselung nach Reformbereichen (siehe Anmerkung zu Abbildung A). Zypern ist in der Darstellung nicht berücksichtigt, da das Land nur im Jahr 2016 Empfehlungen erhalten hat.

**Im Zuge der Neufestlegung der Prioritäten im Jahr 2016 wurde die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen zum Arbeitsmarkt verringert (siehe Abbildung B).**

In der Vergangenheit führten insbesondere die von der Finanz- und Staatsschuldenkrise am stärksten betroffenen Länder wichtige Arbeitsmarkt-reformen durch. Gleichwohl weisen die Arbeitsmärkte in den Mitgliedstaaten des Eurogebiets nach wie vor nur eine begrenzte Widerstandsfähigkeit und noch immer hohe Arbeitslosenquoten auf.<sup>30</sup> Vor diesem Hintergrund und angesichts der unvollständigen Umsetzung der – mittlerweile gestrichenen – länderspezifischen Empfehlungen zum Arbeitsmarkt erscheinen weitere Reformanstrengungen in diesem Bereich geboten.<sup>31</sup>

**Es ist nach wie vor erforderlich, auch andere Reformbereiche, die nicht mehr durch die länderspezifischen Empfehlungen abgedeckt werden, jedoch für die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedstaaten entscheidend sind, fortlaufend zu beobachten.** In den länderspezifischen Empfehlungen 2015 klammerte die Kommission bestimmte Politikbereiche aus, die bereits durch andere Überwachungskanäle erfasst waren.<sup>32</sup> Hierzu zählen der Energiesektor (Überwachung im Rahmen der Energieunion) und die den Binnenmarkt betreffenden Überwachungs- und Durchsetzungsmechanismen. Dennoch ist es nach wie vor dringend geboten, die Entwicklungen und Maßnahmen in diesen Bereichen auch im Rahmen des Europäischen Semesters genau zu beobachten, um zu gewährleisten, dass alle wichtigen wirtschaftspolitischen, von den Mitgliedstaaten umgesetzten Maßnahmen nach einem ganzheitlichen Ansatz bewertet werden.

<sup>30</sup> Siehe EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Abbildung 5, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>31</sup> Zum Nutzen von Arbeits- und Gütermarkt-reformen im Hinblick auf Wachstum und Widerstandskraft in den Euro-Ländern siehe EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Abschnitt 3, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>32</sup> Siehe Europäische Kommission, Europäisches Semester 2015: Länderspezifische Empfehlungen, 13. Mai 2015.

# Aufsätze

## Die Schichten des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes – eine Bestandsaufnahme

### 1 Einleitung

**Das globale finanzielle Sicherheitsnetz (Global Financial Safety Net) lässt sich als ein mehrschichtiges System von Institutionen und Mechanismen definieren, die zur Prävention und Abmilderung der Folgen von Wirtschafts- und Finanzkrisen beitragen können.** In der Diskussion über die weltweite Finanzstabilität beziehen sich Politiker und Wissenschaftler vielfach auf das globale Finanzsicherheitsnetz als ein System von Institutionen und Mechanismen, die finanzielle Unterstützung zur Krisenverhinderung leisten sowie bereits durch eine Krise getroffene Länder finanziell abfedern, sodass Anpassungen auf der Länder-ebene ermöglicht und eine Ausbreitung der Krise verhindert werden. Krisen können hausgemachte Gründe haben oder von außen verursacht worden sein und mannigfache Erscheinungsformen annehmen. Zahlungsbilanzkrisen resultieren daraus, dass Nationen ihre unentbehrlichen Einfuhren nicht bezahlen oder ihre Auslandsschulden nicht bedienen können. Verschiedentlich werden Zahlungsbilanzprobleme auch durch drastische Wechselkursabwertungen und Währungskrisen verstärkt. Finanzkrisen rühren von insolventen oder illiquiden Finanzinstituten, während fiskalische Krisen durch übermäßige Haushaltsdefizite und überhöhte Schuldenstände ausgelöst werden. Das globale finanzielle Sicherheitsnetz (GFSN) kann dazu beitragen, derartige Krisen zu verhindern oder ihre Auswirkungen abzumildern. Dieses Netz ist jedoch nicht in einem einzigen Prozess geschaffen oder gleichförmig ausgestaltet worden, sondern setzt sich aus vielfältigen Bestandteilen mit unterschiedlicher Entstehungsgeschichte zusammen, die uneinheitlichen Regeln und Anreizmustern unterliegen und zur Bewältigung unterschiedlicher Krisenarten beitragen. Als Kernbestandteile des GFSN gelten Währungsreserven, Zentralbankswaps und Repo-Linien, regionale Finanzierungseinrichtungen (RFAs) sowie internationale Finanzinstitutionen.

**Ein gut funktionierendes internationales Währungssystem setzt voraus, dass die verschiedenen Bestandteile des globalen Finanzsicherheitsnetzes wirksam und effizient ineinandergreifen.** Krisenphasen gehen angesichts enger wirtschaftlicher und finanzieller Verflechtungen typischerweise mit Ansteckungseffekten einher. Probleme in einem Land bleiben oftmals nicht auf dessen Staatsgebiet beschränkt, sondern tendieren dazu, sich über unterschiedliche Kanäle auf andere Länder auszubreiten. Indem es dem betroffenen Land eine „finanzielle Atempause“ verschafft, begrenzt das GFSN nicht nur den Wirtschaftsrückgang und eröffnet eine Möglichkeit zur Umsetzung von Reformen, die für die rasche Rückkehr zu Wachstum und wirtschaftlicher Stabilität vonnöten sind, sondern es dämmt auch die Gefahr

eines Übergreifens der Krise auf andere Volkswirtschaften ein. Dadurch trägt es zur globalen Finanzstabilität bei und fördert zugleich die finanzielle Integration und Globalisierung.<sup>1</sup>

**Das globale finanzielle Sicherheitsnetz in seiner heutigen Ausprägung ist das Ergebnis eines historischen Prozesses, in dessen Verlauf sich unterschiedliche Formen finanzieller Unterstützungsmechanismen herausgebildet und zu einem mehrschichtigen Gefüge entwickelt haben.** Bei einigen Bestandteilen und deren Ausgestaltung standen vor allem heimische bzw. regionale Beweggründe statt globaler Überlegungen im Vordergrund; sie sind also keinem vorab bereits vorhandenen, breiten internationalen Konsens entsprungen.

**Angesichts der zunehmenden finanziellen und wirtschaftlichen Integration der Schwellenländer in die Weltwirtschaft hat das GFSN zusehends an Bedeutung gewonnen.** Mit der weltweiten Finanzkrise ist deutlich geworden, dass das globale finanzielle Sicherheitsnetz auch für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine keineswegs nachlassende Rolle spielt. Eine der größten Herausforderungen sowohl für die Schwellen- als auch für die Industrieländer liegt in der Volatilität der Kapitalströme, die seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise auf einem erhöhten Niveau verharrt.<sup>2</sup> Gleichwohl hat das GFSN mit der Globalisierung der Finanzmärkte und dem zunehmenden Volumen der Kapitalströme nicht Schritt halten können, und seine Bestandteile haben sich nicht gleichmäßig weiterentwickelt.<sup>3</sup>

**Infolgedessen sind Größe und Abdeckung des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes wieder auf die Themenagenda der G 20 und des Internationalen Währungsfonds (IWF) gerückt.** Die Sorge vor einem Anhalten der Finanzmarktvolatilität bleibt in den aufstrebenden Volkswirtschaften bestehen, weil die geldpolitischen Ausrichtungen innerhalb der Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften künftig für eine geraume Zeit auseinanderdriften könnten.<sup>4</sup> Insgesamt herrscht zwar Einigkeit darüber, dass eine nachhaltige Politik und solide Rahmenbedingungen auf nationaler Ebene eine erste Verteidigungslinie bilden müssen, doch scheiden sich die Geister in der Frage, ob eine bessere Abdeckung durch das globale Finanzsicherheitsnetz erforderlich ist, sowie über die angemessene Größe des GFSN – sowohl was die Art der Instrumente für spezifische Länder als auch was den erforderlichen Umfang der Krisenbewältigungsressourcen betrifft.

---

<sup>1</sup> Siehe beispielsweise R. Herrala, B. Scheubel und L. Stracca, What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution, Occasional Paper Series der EZB (erscheint in Kürze); IWF, Adequacy of the global financial safety net, IMF Policy Paper, März 2016; E. Denbee, C. Jung und F. Paternó, Stitching together the global financial safety net, Financial Stability Paper der Bank of England, Nr. 36, Februar 2016.

<sup>2</sup> Siehe IWF, World Economic Outlook, April 2016, Kapitel 2.

<sup>3</sup> Siehe IWF, Adequacy of the Global Financial Safety Net, IMF Policy Paper, März 2016.

<sup>4</sup> Die Zentralbanken einiger fortgeschrittener Volkswirtschaften haben mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik begonnen, während andere wiederum einen Zinspfad signalisieren, der keine unmittelbare Normalisierung erwarten lässt. Derartige geldpolitische Konstellationen haben in der Vergangenheit zu einem Anstieg von Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern geführt – so zum Beispiel nach der weltweiten Finanzkrise, als einige fortgeschrittene Volkswirtschaften im Anschluss an die generelle monetäre Lockerungsphase eine anstehende Normalisierung ihrer Geldpolitik andeuteten und auf diesen Pfad dann auch einschwenkten.

**Im Mittelpunkt des vorliegenden Aufsatzes steht die Rolle der nationalen Politiken und der komplementären Unterstützung durch die vier Kernkomponenten des GFSN sowie das Zusammenspiel der verschiedenen Ebenen.** Im zweiten Abschnitt wird die Schlüsselrolle der nationalen Politiken beleuchtet. Abschnitt 3 widmet sich den einzelnen Bestandteilen des globalen Finanzsicherheitsnetzes, und Abschnitt 4 erörtert deren potenziellen Interaktionspielraum. Im letzten Kapitel folgen einige abschließende Einschätzungen.

## 2 Die Bedeutung einer soliden Politik auf nationaler Ebene

**Die Geschichte der Wirtschafts- und Finanzkrisen lehrt, dass starke gesamtwirtschaftliche Fundamentaldaten und solide Rahmenbedingungen von elementarer Bedeutung für die Begrenzung länderspezifischer Anfälligkeiten sind.** In ihrer Analyse zu den Auswirkungen realwirtschaftlicher sowie finanzieller Schocks auf IWF-Mitgliedstaaten gelangen Becker et. al. (2006) zu der Schlussfolgerung, dass es die einzelnen Staaten selbst in der Hand haben, sich durch ihre Politik und Institutionen gegen Schocks abzusichern.<sup>5</sup> Kawai (2009) leitet aus den Erfahrungen der Asienkrise und der weltweiten Finanzkrise folgende Handlungskonsequenzen für eine Vermeidung und Eindämmung des Risikos systemischer Krisen ab: a) die Einrichtung einer wirksamen Finanzmarktregulierung und -aufsicht, um das systemische Risiko in der Gesamtwirtschaft zu überwachen und zu kontrollieren, b) eine solide makroökonomische (geld-, finanz-, währungs- und haushaltspolitische) Steuerung und c) die Wahrung einer tragfähigen Leistungs- und Kapitalbilanz.<sup>6</sup> Auch Lane und Milesi-Ferretti (2011) halten die Entwicklung der Verschuldung des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP und die Entwicklung des Leistungsbilanzdefizits sowie des außenwirtschaftlichen Öffnungsgrades im Vorfeld der Krise für zweckdienlich, um die Intensität der weltweiten Finanzkrise von 2008-2009 zu verstehen.<sup>7</sup> Solche empirischen Befunde stehen im Einklang mit der Auffassung, dass sich Krisen, die in makroökonomischen oder finanziellen Ungleichgewichten wurzeln, in erster Linie über die Wahrung solider Fundamentaldaten vermeiden lassen, d. h. indem das eigene Haus in Ordnung gehalten wird.

**Die erste Verteidigungslinie der Krisenprävention ist eine angemessene nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik im Verbund mit Strukturreformen und einer verstärkten makroökonomischen und makroprudenziellen Überwachung.** So waren während der jüngsten weltweiten Finanzkrise die bereits bestehenden nationalen Ordnungsrahmen und die in der Folge ergriffenen nationalen Maßnahmen entscheidend für die Eindämmung der negativen Krisenauswirkungen. Insbesondere die Schwellenländer wiesen im Verhältnis zu vorangegangenen Krisen eine höhere Widerstandsfähigkeit gegenüber verschlechterten externen

<sup>5</sup> Siehe T. Becker, O. Jeanne, P. Mauro, J. D. Ostry und R. Ranciere, Country Insurance: The Role of Domestic Policies, Diskussionspapier des IWF, 2006.

<sup>6</sup> Siehe M. Kawai, Reform of the International Financial Architecture: An Asian Perspective, Working Paper des ADBI, Nr. 167, 2009.

<sup>7</sup> Siehe P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti, The Cross-Country Incidence of the Global Crisis, in: IMF Economic Review, Bd. 59(1), April 2011, S. 77-110.

Finanzierungsbedingungen auf. Reformen wie etwa auf die Förderung einer antizyklischen Politik ausgerichtete neue Haushaltsregeln, die Garantie der Zentralbankunabhängigkeit zur Sicherung niedriger, stabiler Inflationsraten sowie ein verbessertes Schuldenmanagement, um die Folgen einer Währungsabwertung für die Staatshaushalte zu dämpfen, bescherten den Ländern ein widerstandsfähigeres gesamtwirtschaftliches Umfeld. Eine lockerere Geld- und Haushaltspolitik unterstützte die Finanz- und Wirtschaftsstabilität. Flexiblere Wechselkursysteme halfen in einer Reihe von Ländern, die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen externer Schocks abzufedern, während in anderen Ländern eine verbesserte Regulierung die Widerstandsfähigkeit im Finanzsektor erhöhte. Antizyklische makroprudenzielle Maßnahmen zur Dämpfung des Kreditwachstums trugen in einigen Schwellenländern auch dazu bei, negativen Externalitäten der Kreditklemme Einhalt zu gebieten.

**Trotz alledem mag eine solide nationale Politik nicht immer ausreichen, um eine Krise abzuwehren.** So lässt sich eine Umkehr von Kapitalströmen gemeinhin schwerlich bewältigen, indem man ausschließlich auf flexible nationale Ordnungsrahmen wie etwa flexible Wechselkurse setzt. Überdies können sich plötzliche wirtschaftliche Anpassungen negativ auf das langfristige Wachstum oder überproportional auf bestimmte Bevölkerungsgruppen auswirken. Über das globale finanzielle Sicherheitsnetz erhalten die Länder also zusätzliche Unterstützung bei der Krisenbekämpfung und der Begrenzung von Ansteckungsgefahren für andere Länder.

### 3 Die unterschiedlichen Schichten des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes

**Jede Schicht des globalen Finanzsicherheitsnetzes stellt für sich genommen faktisch eine Absicherung dar, die ähnlich wie andere Versicherungen das Risiko von Fehlverhalten (Moral Hazard) birgt. Daher müssen die Schichten so ausgestaltet werden, dass sie Anreize für eine solide nationale Politik setzen.**

Die verschiedenen Ebenen des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes können bereits ex ante ein Moral-Hazard-Risiko bergen, wenn die Länder dadurch in ihren Bemühungen um eine gute Politik nachlassen oder die Gläubiger weniger Vorsicht bei der Kreditvergabe an finanziell anfällige Länder walten lassen (und somit ihre eigene Anfälligkeit erhöhen), weil sie auf die Leistung von Unterstützungsmaßnahmen im Krisenfall vertrauen. Zum anderen können sich durch das vielschichtige GFSN auch ex post Fehlanreize ergeben, die sich darin niederschlagen, dass notwendige Anpassungen in Krisenländern aufgeschoben werden. Das globale Finanzsicherheitsnetz muss folglich so gestaltet sein, dass es die Umsetzung solider nationaler Politikmaßnahmen fördert und unterstützt.

**Der vorliegende Abschnitt betrachtet die einzelnen Schichten des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes und untersucht, auf welche Weise diese – als Ergänzung zu soliden Bekämpfungsmaßnahmen auf nationaler Ebene – dem Moral-Hazard-Problem entgegenzutreten.** Die einzelnen GFSN-Ebenen haben sich unabhängig voneinander und unterschiedlich schnell entwickelt. Daher unter-



scheiden sie sich je nach Zweck und Aufbaustruktur darin, wie intensiv und mit welchen Ansätzen sie das Moral-Hazard-Risiko bei der Bereitstellung von Notfallliquidität begrenzen. Der vorliegende Abschnitt gibt einen Überblick darüber, wie die verschiedenen Bestandteile des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes auf die Moral-Hazard-Gefahr eingehen. Dabei werden auch einige Belege für ihre Wirksamkeit betrachtet.

### 3.1 Internationale Währungsreserven

**Währungsreserven sind leicht verfügbare, komplett national verwaltete Ressourcen, die sich vorwiegend aus äußerst liquiden Vermögenswerten zusammensetzen.** Die internationale Reserveposition eines Landes beinhaltet staatliche Devisenreserven, Goldreserven und Forderungen, die sich schnell in Währungsreserven umwandeln lassen, wie Forderungen an internationale Finanzinstitutionen (z. B. den IWF) sowie potentielle Forderungen an andere Zentralbanken (Sonderziehungsrechte – SZR). Über eine bestimmte Höhe hinausgehende Reserven können auch in Staatsfonds (Sovereign Wealth Funds) überführt und komplementär zur Abmilderung externer Schocks vorgehalten werden.<sup>8</sup> Währungsreserven umfassen – in der Regel von den nationalen Währungsbehörden verwaltete – Auslandsforderungen, darunter in Auslands-währung denominierte Banknoten, Einlagen und marktfähige Wertpapiere. Mit einem Gesamtumfang von 11 Billionen USD Ende 2015 stellen die Währungsreserven die größte Einzelkomponente im globalen finanziellen Sicherheitsnetz dar. Die Dominanz der Währungsreserven wird häufig auf die Unabhängigkeit ihrer Halter bei der Verwendung dieser Fremdwährungsliquidität zurückgeführt.

**Währungsreserven haben sich als ein Schlüsselinstrument im wirtschafts-politischen Werkzeugkasten zur Bewältigung von Wirtschafts- und Finanzkrisen erwiesen, insbesondere in Ländern, deren nationale Währung keine internationale Reservewährung darstellt.** Dominguez et al. (2013) haben herausgefunden, dass Staaten mit höheren Währungsreserven in den Krisenjahren auch ein höheres reales BIP-Wachstum aufwiesen.<sup>9</sup> Obstfeld et al. (2009) stellen fest, dass sich die Nachfrage nach Fremdwährungsreserven durch den Wunsch der Zentralbank erklären lässt, eine Letztsicherungsvorkehrung für die breit gefasste Geldmenge zu haben, um die Gefahr eines in- und ausländischen „Doppelab-

<sup>8</sup> Auch Staatsfonds stellen, wenngleich sie nicht als Teil des GFSN gelten, eine inländische Devisenreservequelle dar und spielen eine wichtige Rolle für die makroökonomische Steuerung und die weltweite Finanzstabilität. Lam und Rossi (2010) vertreten die These, dass Staatsfonds eine effizientere Ressourcenallokation zwischen den Ländern ermöglichen, die Tiefe und Liquidität des Marktes auch in finanziellen Stresssituationen verbessern können und auf den globalen Finanzmärkten eine stabilisierende Rolle spielen, vor allem, weil es sich mehrheitlich um langfristig orientierte Anleger handelt, deren Positionen in der Regel nicht kreditgehebelt sind; siehe R. Lam und M. Rossi, Sovereign wealth funds: investment strategies and financial distress, in: Journal of Derivatives & Hedge Funds, Bd. 15(4), 2010. Darüber hinaus sind Staatsfonds auf die Absicherung der Finanzhaushalte und der Wirtschaft vor der Rohstoffpreisschwankungen und vor externen Schocks ausgerichtet. Eine detaillierte Erörterung findet sich bei A. Al-Hassan, M. Papaioannou, M. Skancke und C. C. Sung, Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, Working Paper des IWF, WP/13/231, 2013.

<sup>9</sup> Siehe K. Dominguez, Y. Hashimoto und T. Ito, International reserves and the global financial crisis, in: Journal of International Economics, Bd. 88(2), 2012, S. 388-406.

flusses“, d. h. eines Ansturms auf die Banken („Schaltersturm“) in Verbindung mit einer Kapitalflucht, abzuwenden.<sup>10</sup> Sie weisen nach, dass die Höhe der nationalen Währungsreserven unmittelbar vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise im Verhältnis zu den auf Grundlage finanzieller Überlegungen prognostizierten Beständen des Landes ein signifikanter Prädiktor für die Wechselkursschwankungen sowohl in den Schwellen- als auch in den Industrieländern im Jahr 2008 war. Ein angemessener Bestand an internationalen Währungsreserven geht in der Regel mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit einher, dass es zu einem abrupten Abbruch von Kapitalzuflüssen („Sudden Stop“)<sup>11</sup> kommt, sowie mit geringeren Kreditkosten, wofür sehr wahrscheinlich der Signalisierungskanal verantwortlich ist. Fernandez-Arias und Levy-Yeyati (2012) kommen zu dem Befund, dass im zeitlichen Umfeld der Lehman-Brothers-Insolvenz ein höheres Verhältnis von Währungsreserven zu Auslandsschulden ein Indiz für einen geringeren Anstieg der nationalen Staatsanleihe-spreads gegenüber einem Korb von Schwellenländeranleihen war.<sup>12</sup> Hur und Kondo (2013)<sup>13</sup> bestätigen, dass internationale Währungsreserven negativ mit Sudden Stops sowie Zahlungsausfällen und Banken- wie Währungskrisen korrelieren. Die Marktteilnehmer blicken daher aufmerksam auf die Höhe der Währungsreserven als einen Indikator für den Zustand der Volkswirtschaft. Diese Befunde deuten darauf hin, dass Währungsreserven in Krisenphasen als Puffer fungieren und dazu beitragen, die Volatilität an den Finanzmärkten und in der Gesamtwirtschaft zu verringern.

**Länder bauen aus verschiedenen Gründen Währungsreserven auf, die sich unter den Kategorien Vorsichtsmotive und Nicht-Vorsichtsmotive subsumieren lassen.** Zu den Vorsichtsmotiven zählen etwa die Wahrung des Vertrauens in die eigene Währung, die Glättung extremer Volatilitätsschübe durch Devisenmarktinterventionen oder die Behebung von Marktstörungen. Nicht vorsichtsgeleitet wäre etwa der Reserveaufbau zur Unterstützung der Geldpolitik, zum Zweck des intergenerationalen Transfers nationaler Vermögenswerte oder zur Verfolgung einer exportorientierten Wachstumspolitik mithilfe eines kompetitiven Wechselkurses. Ghosh et al. (2012) folgern in ihrer Untersuchung der maßgeblichen Triebkräfte für den Reserveaufbau von 1980 bis 2010, dass sich die relative Bedeutung dieser Determinanten mit der Zeit verschoben hat.<sup>14</sup> Gemäß ihren Erkenntnissen ist die Absicherung gegen Kapitalbilanzschocks und Unterbewertungen der heimischen Währung aus merkantilistischen Motiven für die Expansion der Währungsreserven bestimmend gewesen. Nach Einschätzung des Survey of Reserve Managers des IWF<sup>15</sup> hingegen liegen die Hauptmotive für den

---

<sup>10</sup> Siehe M. Obstfeld, J. C. Shambaugh und A. M. Taylor, Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008, in: American Economic Review, Bd. 99(2), 2009, S. 480-486.

<sup>11</sup> Der Begriff „Sudden Stop“ bezieht sich auf ein abruptes Versiegen des Zuflusses an internationalem Kapital.

<sup>12</sup> Siehe E. Fernandez-Arias und E. Levy-Yeyati, Global financial safety nets: Where do we go from here?, Working Paper des IDB, Nr. 231, 2010.

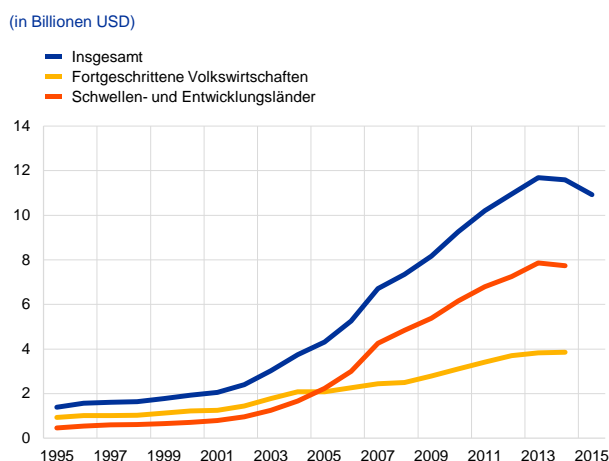
<sup>13</sup> Siehe S. Hur und I. O. Kondo, A Theory of Rollover Risk, Sudden Stops, and Foreign Reserves, International Finance Discussion Paper, Nr. 1073, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.

<sup>14</sup> Siehe A. R. Ghosh, J. D. Ostry und C. Tsangarides, Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980s, Working Paper des IWF, WP/12/34, 2012.

<sup>15</sup> Siehe IWF, Assessing Reserve Adequacy, Policy Paper, 2011.

Aufbau internationaler Devisenreserven in der Abpufferung gegenüber Liquiditätsengpässen und in der Glättung von Wechselkursschwankungen.

**Abbildung 1**  
Internationale Währungsreserven



Quellen: IWF International Financial Statistics und Haver Analytics.

**Nach den Finanzkrisen der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre und Anfang der 2000er-Jahre wurden die Währungsreserven weltweit aufgestockt.** Einer der Gründe für diesen Trend bestand darin, dass die Schwellenländer die Vorteile einer Selbstabsicherung durch Währungsreserven in einem Umfeld höherer Kapitalflussvolatilität erkannten. Aizenman und Marion (2003) sehen in dieser vorsorglichen Nachfrage nach Währungsreserven eine der Ursachen für die Expansion der Reservebestände in Ostasien nach der Asienkrise.<sup>16</sup> Auch Bastourre et al. (2009) untermauern die Bedeutung des Vorsichtsmotivs beim Aufbau internationaler Devisenreserven durch die Schwellenländer.<sup>17</sup>

**Kommt es zum Eintritt externer Finanzrisiken, können die Zentralbanken aus ihren Währungsreserven in bestimmtem Ausmaß Fremdwährungsliquidität bereitstellen.**

Über die gesamte Finanzkrise hinweg stemmten sich etliche Zentralbanken gegen das Versiegen der grenzüberschreitenden Finanzierungsströme und versorgten ihre heimischen Devisenmärkte mit Fremdwährung aus den eigenen Reservebeständen. Allerdings sinkt der Grenznutzen des Einsatzes von Währungsreserven, wenn diese zur Neige gehen. Ein rascher Rückgang oder kontinuierlicher Abbau der internationalen Währungsreserven kann negative Signale an die Märkte aussenden, was die Nachhaltigkeit der inländischen Krisenbewältigungsmaßnahmen angeht. So kann es sein, dass die Behörden nicht über ein bestimmtes Maß hinaus auf ihre Währungsreserven zugreifen möchten. Aizenman und Sun (2009) gehen dieser Sorge vor dem Schwund der Fremdwährungsreserven in ihrer Untersuchung zum Devisenreserveneinsatz durch die aufstrebenden Volkswirtschaften während der weltweiten Finanzkrise nach.<sup>18</sup> Erklären lässt sich eine derartige Besorgnis durch das Bestreben der Schwellenländer, ähnlich hohe Reservequotienten vorzuhalten wie andere vergleichbare Volkswirtschaften. Sinken die Reserveindikatoren eines Staates unter das Durchschnittsniveau in den Vergleichsländern, könnte dies die Risikoaversion der Investoren gegenüber dem betreffenden Land vergrößern und zudem dessen Anfälligkeit für einen plötzlichen Abzug von Krediten und eine Unterbrechung der ausländischen Kapitalzufuhr erhöhen.

<sup>16</sup> Siehe J. Aizenman und N. P. Marion, The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?, in: Journal of the Japanese and International Economies, Bd. 17(3), 2003.

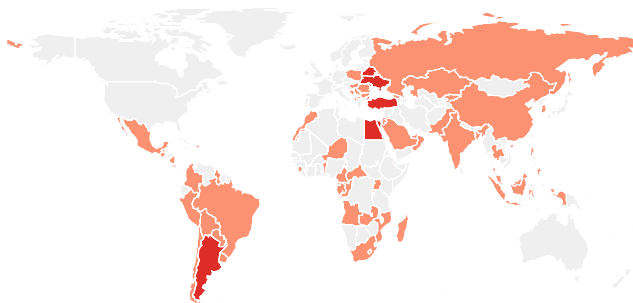
<sup>17</sup> Siehe J. Aizenman und J. Lee, International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence, in: Open Economic Review, Bd. 18, 2007, und D. Bastourre, J. Carrera und J. Ibarlucia, What is Driving Reserves Accumulation, in: Review of International Economics, Bd. 17, 2009.

<sup>18</sup> Siehe J. Aizenman und Y. Sun, The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves?', Working Paper des NBER, Nr. 15308, 2009.

**Neben den gesellschaftlichen Opportunitätskosten, die sich ergeben, wenn ein Staat Währungsreserven aufbaut, statt heimische Investitionen und den Binnenkonsum zu stützen, birgt die Anhäufung von Währungsreserven auch finanzielle Kosten.** Diese resultieren aus der in der Regel negativen Differenz zwischen den Erträgen aus den Währungsreserven und den auf die Instrumente zur Sterilisierung der Liquidität zu zahlenden Zinsen.<sup>19</sup> Ein übermäßiger Reserveaufbau kann überdies zu Ineffizienzen und Verzeichnungen, etwa über Wechselkursverzerrungen oder globale Ungleichgewichte, auf regionaler und weltweiter Ebene führen.<sup>20</sup>

**Abbildung 2**  
Angemessenheit von Reservebeständen

(Adäquanz-Index; dunkelrot = unter 1; hellrot = über 1; grau = System frei schwankender Wechselkurse/keine Daten verfügbar)



Quellen: IWF, International Financial Statistics und World Economic Outlook, und EZB.  
Anmerkung: Stand von Ende 2015.

**Die Bestimmung eines angemessenen Währungsreserveniveaus für ein Land ist schwierig und kann anhand einer ganzen Reihe von Adäquanzmessgrößen erfolgen.** Die traditionellen Referenzgrößen für die Angemessenheit von Währungsreserven stützen sich auf die Einfuhrdeckung, die kurzfristige Auslandsverschuldung und den breit gefassten Geldbestand in der Volkswirtschaft.<sup>21</sup> In Abbildung 2 werden diese drei Faustregeln in einem einzigen, einfachen Indikator zusammengefasst, der dem gleichgewichteten Durchschnitt der drei Teilgrößen entspricht. Ein Reserveadäquanzquotient von über eins bedeutet, dass die Währungsreserven eines Landes über dem in den für gewöhnlich verwendeten Referenzgrößen implizierten Durchschnittsbetrag liegen (d. h. die Einfuhren von drei Monaten, 100 % der kurzfristigen Schulden und 20 % der Geldmenge M2).<sup>22</sup> Es gibt auch viele modellgestützte Adäquanzkennzahlen. Dabei eignet sich die sogenannte Assessing Reserve Adequacy (ARA)-Metrik des IWF zur Messung von Zahlungsbilanzrisiken; kalibriert wird sie mit der relativen Häufigkeit der unterschiedlichen Schocks sowie mit länderspezifischen Merkmalen wie dem Wechselkurssystem und

<sup>19</sup> Die Sterilisierung durch die Zentralbanken erfolgt in der Regel durch den Verkauf von Aktiva aus deren Inlandsportfolio über Repo-Auktionen oder die Ausgabe von Wertpapieren in Inlandswährung im eigenen Namen. Hauptziel solcher Geschäfte ist es, die durch den Devisenankauf ins System geflossene Liquidität wieder abzuschöpfen und so die monetäre Basis zu stabilisieren.

<sup>20</sup> Die Debatte über „globale Ungleichgewichte“ bezieht sich auf die These, dass große Leistungsbilanzdefizite in einigen Teilen der Welt durch Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen und unterbewerteter Währung finanziert werden. Solche Konstellationen könnten sich auf längere Sicht als nicht tragfähig erweisen, zumal sie auch an den Märkten für Vermögenswerte zu Verwerfungen führen können, wenn Länder zum Aufbau von Währungsreserven sichere Vermögenswerte aufkaufen. Allerdings sind die globalen Ungleichgewichte – gemessen an den Finanzströmen – seit ihrem Höhepunkt im Jahre 2006 zurückgegangen (World Economic Outlook des IWF, 2014, Kapitel 4).

<sup>21</sup> Als Indikator zur Gefährdungsmessung bei einer Verknappung externer Finanzierungsmittel werden die Einfuhren dreier Monate und die 100 %-ige Deckung der kurzfristigen Schulden herangezogen. Im M2-Deckungsquotienten wird eine inländische Absorption externer Finanzmittel durch inländische Anleger berücksichtigt. Die grobe Regel lautet, dass 20 % der inländischen finanziellen Verbindlichkeiten (M2), die potenziell in Fremdwährung umgetauscht werden könnten, als Referenzgröße für die Beurteilung der Angemessenheit der Währungsreserven für den Fall eines „Sudden Stop“ im Lande gelten. Siehe O. Jeanne, International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 1, 2007, S. 1-79.

<sup>22</sup> Liegt ein Indikator unter eins, bedeutet das nicht zwangsläufig, dass das betreffende Land nicht über einen hinreichenden Bestand an Währungsreserven verfügt.

etwaigen Kapitalverkehrskontrollen.<sup>23</sup> Im Allgemeinen sind lediglich bei Ländern mit kontrollierten Wechselkursen ausreichende Fremdwährungsbestände erforderlich, um die Effekte von Kapitalabflüssen auf ihre Währungen zu steuern.

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Währungsreserven in der Regel die bevorzugte Form der Absicherung gegenüber Liquiditätsschocks durch Devisenengpässe sind.** Während eine übermäßige Akkumulation von Währungsreserven zu negativen Externalitäten führen kann, stellen angemessene Reservebestände für Vorsorgezwecke ein Kernelement im Sicherheitsnetz eines Landes dar. Allerdings wäre es ineffizient und auch aus einer globalen Perspektive nicht wünschenswert, wenn sich jedes Land gegen große externe Liquiditätsschocks durch den Aufbau von Währungsreserven vollumfänglich selbstversichern würde, da dies hohe soziale Kosten und die zuvor erwähnten Ungleichgewichte und Verzerrungen nach sich ziehen kann. Daher sollten andere Schichten des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes mit Elementen einer gemeinschaftlichen Absicherung als sinnvolle Ergänzung herangezogen werden, da sie die Kosten der sicherungssuchenden Länder verringern und zugleich die Verzerrungen und Nebeneffekte aus einem übermäßigen Aufbau von Währungsreserven vermindern können.

## 3.2 Zentralbankswaps und Repo-Linien

**Bilaterale Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken ermöglichen der Zentralbank auf der Empfängerseite technisch gesehen kurzfristigen Zugang zu Fremdwährungsliquidität im Tausch gegen die eigene Inlandswährung.** Eine Swap-Linie ist eine für einen vorab festgelegten Zeitraum geltende Vereinbarung zwischen Notenbanken, die zwei Geschäfte in sich vereint: zum einen eine Kassatransaktion zwischen einer Zentralbank, die die eine Währung emittiert, und einer Zentralbank, die eine andere Währung ausgibt, und zum anderen den Abschluss eines Rückabwicklungsgeschäftes (Reverse Transaction) zum Fälligkeitstermin, für die der beim Kassageschäft verwendete Wechselkurs gilt. Für die Zeit zwischen den beiden Transaktionen zahlt die Notenbank, welche die Aktivierung des Swaps angefordert hat (der Liquiditätsnehmer), eine Gebühr an die liquiditätsgebende Zentralbank; die erhaltene Fremdwährungsliquidität kann sie an ihren heimischen Finanzsektor weitervergeben. Auch wenn die Bedingungen einer Swap-Vereinbarung auf den Schutz der Bilanzen der beiden am Geschäft beteiligten Zentralbanken ausgerichtet sind, muss dem Risiko Rechnung getragen werden, dass einer der beiden Kontrahenten seinen Verpflichtungen nicht nachkommen könnte. Um dieses Risiko zu beschränken, verpfändet die Empfängerzentralbank ihre nationale Währung oder andere Aktiva als Sicherheiten an die liquiditätsbereitstellende Zentralbank.

**Diese Art von Vereinbarungen gehört zwar seit Langem schon zum Instrumentenkasten der Zentralbanken, doch ihre Rolle für die Krisenprävention hat während der weltweiten Finanzkrise durchaus an Bedeutung**

<sup>23</sup> Siehe IWF, Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations, IMF Policy Paper, November 2013.

**gewonnen.** Swap-Vereinbarungen zwischen Währungsbehörden haben eine lange Geschichte und wurden schon für unterschiedlichste Zwecke eingesetzt, etwa zur Unterstützung der Wechselkurspolitik, zur Aktiva- und Passivsteuerung, zur Förderung der internationalen Verwendung von Währungen, zur Sicherung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte oder zur Wahrung der Finanzstabilität. Während der jüngsten weltweiten Finanzkrise wurden Swap-Vereinbarungen zwischen den Zentralbanken mit dem Ziel geschlossen, die in- und ausländische Finanzstabilität und Realwirtschaft vor möglichen Ansteckungseffekten der verschlechterten internationalen Finanzierungsbedingungen abzuschirmen.

**Bei der Bewältigung von Krisen, die durch Währungsinkongruenzen ausgelöst werden, haben Swap-Vereinbarungen ihre Wirksamkeit unter Beweis gestellt.**

Goldberg et al. (2011)<sup>24</sup> kommen zu dem Ergebnis, dass die USD-Swap-Vereinbarungen zwischen den Zentralbanken wirksam zur Verringerung des USD-Refinanzierungsdrucks im Ausland sowie zum Stressabbau an den Geldmärkten beigetragen haben. Sie schlussfolgern, dass auf US-Dollar lautende Swap-Fazilitäten der Zentralbanken ein wichtiges Instrument beim Umgang mit systemischen Liquiditätsunterbrechungen darstellen. Auch Coffey et al. (2009)<sup>25</sup> kommen zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung von Swap-Linien durch die US-Notenbank sowie die tatsächlichen Geschäfte weltweit wirksam zur Verringerung der Liquiditätsrisiken bei der USD-Finanzierung beigetragen haben. Die Wirksamkeit einer Swap-Vereinbarung hängt unter dem Strich von der Glaubwürdigkeit der Verpflichtung zur rechtzeitigen Bereitstellung genügender Fremdwährungsliquidität und von einer Preispolitik ab, die opportunistisches Bieten verhindert.

**Die Inanspruchnahme bilateraler Zentralbank-Swap-Linien hat in den letzten Jahren stark zugenommen.** Nach 2007 schlossen die Zentralbanken der Industrieländer in Reaktion auf die internationale Finanzkrise untereinander sowie mit einigen Schwellenländern Swap-Vereinbarungen. So trug insbesondere die USD-Liquidität aus den von der Federal Reserve bereitgestellten Swap-Linien zu einer Linderung der Finanzierungsengpässe an den wichtigsten Finanzmärkten auf dem Höhepunkt der Krise bei. Während die zwischen den Zentralbanken von Industrie- und Schwellenländern eingerichteten kurzfristigen liquiditätszuführenden Vereinbarungen inzwischen in der Mehrzahl abgelaufen sind oder aufgekündigt wurden, haben sich die Swap-Vereinbarungen zwischen der Europäischen Zentralbank<sup>26</sup>, der Federal Reserve, der Bank of England, der Bank of Canada, der Bank of Japan und der Schweizerischen Nationalbank zu einem volumen- und zeitmäßig unbegrenzten bilateralen Swap-Netzwerk entwickelt. Die übrigen bestehenden Swap-Vereinbarungen verfügen über vorab festgelegte Limits.

<sup>24</sup> Siehe L. S. Goldberg, C. Kennedy und J. Miu, Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs, in: Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Mai 2011.

<sup>25</sup> Siehe N. Coffey, W. B. Hrug und A. Sarkar, Capital Constraints, Counterparty Risk, and Deviations from Covered Interest Rate Parity, Federal Reserve Bank of New York Staff Report Nr. 393, 2009.

<sup>26</sup> Eine ausführliche Erörterung der Swap- und Repo-Vereinbarungen der EZB findet sich in: EZB, Erfahrungen mit liquiditätszuführenden Fremdwährungsswaps zwischen Zentralbanken, Monatsbericht August 2014.



Fundamentaldaten, d) dem finanziellen Risiko für das Eurosystem und e) der Konsistenz mit etwaigen parallel vom IWF bereitgestellten Hilfsmaßnahmen (siehe EZB, 2014).

### 3.3 Finanzierung durch internationale Finanzorganisationen

**Der IWF ist aufgrund seiner globalen Mitgliederstruktur, seines Mandats und seiner Expertise der Dreh- und Angelpunkt des globalen Finanzsicherheitsnetzes.** Mit 189 Mitgliedstaaten ist er der umfassendste und größte Liquiditätssicherer weltweit. Seine besondere Rolle in Bezug auf die allgemeine Funktionsfähigkeit des GFSN ist in dem IWF-Übereinkommen niedergelegt, das als vorrangiges Ziel die Gewährleistung der Stabilität des internationalen Währungssystems festschreibt. Zur Erreichung dieses Ziels unterstützt der IWF seine Mitgliedstaaten auf unterschiedliche Art und Weise bei der Vorbeugung und Bewältigung von Krisen, z. B. durch a) die Beratung von Ländern im Rahmen seiner Überwachungsfunktion und die Förderung einer soliden Politik als erste Verteidigungslinie, b) Krisenprävention durch Gewährleistung des Zugangs zu Liquidität im Rahmen seiner Kreditvergabepolitik, einschließlich der Einräumung vorsorglicher Kreditlinien, c) Finanzhilfen in Krisensituationen zur Überwindung von Zahlungsbilanzschwierigkeiten unter angemessener Konditionalität, und d) Verhinderung von Fehlanreizen (Moral Hazard) durch geeignete Zugangsanforderungen und Konditionalität.<sup>28</sup>

**Der IWF blickt auf eine mehr als 60-jährige Überwachungstätigkeit und Kreditvergabe zurück und verfügt über eine lange Erfolgsbilanz, was die Unterstützung seiner Mitgliedsländer bei der Krisenbewältigung betrifft.** IWF-Programme können Ländern zum einen dabei helfen, die Ausweitung von Krisen zu verhindern.<sup>29</sup> Zum anderen können sie als Katalysator fungieren, wenn es darum geht, private Investoren zurückzugewinnen.<sup>30</sup> Und nicht zuletzt können sie dazu beitragen, eine mögliche Umkehr von Kapitalströmen zu verhindern und Krisen vorzubeugen.<sup>31</sup>

**Die globale Finanzkrise hat verdeutlicht, dass der IWF eine ausreichende Ausleihkapazität vorhalten muss, um seinen Aufgaben bei der Krisenprävention und -bewältigung auch künftig gerecht werden zu können.** Mit

<sup>28</sup> In seiner Funktion als Kreditgeber verfügt der IWF gegenwärtig über Mittel in Höhe von etwa 1 Billion USD. Somit ist er der größte Liquiditätssicherer weltweit; siehe IWF, Adequacy of the Global Financial Safety Net, IMF Policy Paper, März 2016. Gemessen an den tatsächlichen Auszahlungen wurde er allerdings in den letzten Jahren vom Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) überrundet. Darüber hinaus kann der IWF gemäß seinen Statuten zur Ergänzung der bestehenden Währungsreserven Sonderziehungsrechte zuteilen.

<sup>29</sup> Siehe beispielsweise L. Papi, A. Presbitero und A. Zazzaro, IMF Lending and Banking Crises, Working Paper WP/15/19 des IWF, 2015.

<sup>30</sup> Siehe M. Bordo, A. Mody, A. und N. Oomes, Keeping capital flowing: the role of the IMF, in: International Finance, Bd. 7, 2004, S. 421-450; A. Mody und D. Saravia, Catalysing private capital flows: do IMF programmes work as commitment devices?, in: Economic Journal, Bd. 116, 2006, S. 843-867; und S. Morris und H. S. Shin, Catalytic finance: When does it work?, in: Journal of International Economics, Bd. 70, 2006, S. 161-177.

<sup>31</sup> Siehe beispielsweise B. Eichengreen, P. Gupta und Ashoka Mody, Sudden Stops and IMF-Supported Programs, in: NBER; Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, 2008.



zunehmender Integration der Schwellenländer in die globale Wirtschaft und dem steigenden Risiko grenzüberschreitender Ansteckungseffekte – auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – hat sich die potenzielle Nachfrage nach IWF-Mitteln erhöht, wie die weltweite Finanzkrise verdeutlicht hat. Um den im Zuge der Krise angestiegenen Mittelbedarf der IWF-Mitgliedstaaten aufzufangen, wurden die Ressourcen des IWF aufgestockt.<sup>32</sup> Im April 2009 beschlossen die G 20, die Mittelausstattung des IWF im Rahmen eines globalen Plans für Wiederaufschwung und Reform durch erweiterte Neue Kreditvereinbarungen (NKV) um bis zu 500 Mrd USD auszuweiten. Im Jahr 2010 einigten sich die Mitgliedstaaten auf eine Quotenreform mit dem Ziel einer dauerhaften Verdoppelung der eingezahlten Fondsmittel; diese Reform trat allerdings erst im Januar 2016 in Kraft. In der Übergangsphase erhielt der IWF als temporäre Ergänzung zu den dauerhaften Ressourcen von verschiedenen Mitgliedern Zusagen für bilaterale Kreditlinien im Gesamtvolumen von mehr als 400 Mrd USD. Außerdem wurde eine neue SZR-Zuteilung in Höhe von 250 Mrd USD beschlossen, um Mitgliedsländer mit der für die Krisenbewältigung erforderlichen Liquidität auszustatten.

**Die Ausleihkapazität des IWF ist zwar nach wie vor ein wichtiger Punkt, doch es bestehen auch Bedenken, dass die Länder davor zurückscheuen könnten, den IWF um finanzielle Unterstützung anzurufen, weil IWF-Kredite nur unter der Auflage gewährt werden, dass bestimmte Politiken umgesetzt werden.** Das IWF-Übereinkommen unterstreicht die Notwendigkeit der Verabschiedung von Grundsätzen für die Verwendung der allgemeinen Fondsmittel in den Mitgliedstaaten, die diese dabei unterstützen sollen, ihre Zahlungsbilanzschwierigkeiten im Einklang mit den IWF-Vorgaben und unter Absicherung der IWF-Ressourcen zu überwinden. Daher gewährt der IWF Zahlungsbilanzhilfen nur an Länder, die stabilitätsfördernde Maßnahmen ergreifen, welche auch die Rückzahlungsfähigkeit seitens des Schuldners sicherstellen.<sup>33</sup> Diese Konditionalität hat sich als durchaus hilfreich erwiesen, was die Bewältigung von Zahlungsbilanzschwierigkeiten der Mitgliedstaaten und die Verhinderung von Moral Hazard betrifft.<sup>34</sup> Doch einige Länder haben im Zusammenhang mit der Konditionalität auch soziale Unruhen oder

---

<sup>32</sup> Siehe IWF, Adequacy of the Global Financial Safety Net, IMF Policy Paper, März 2016.

<sup>33</sup> Das Erfordernis, die Rückzahlung an den IWF abzusichern, ist in Artikel 1 Absatz v) des IWF-Übereinkommens festgeschrieben. Zur Absicherung der Fondsmittel wird bei den Mitgliedern in der Regel entweder einer Vorab-Qualifizierung (Ex-Ante-Konditionalität) für die Kreditaufnahme vorausgesetzt oder die Auszahlung der jeweiligen Kredittranchen an die Erfüllung bestimmter Bedingungen gekoppelt (Ex-Post-Konditionalität). Kredite werden also nur an unter bestimmten Bedingungen solvente Länder gewährt. Diese Bedingungen werden nach Eingang des Kreditantrags durch den Mitgliedstaat zwischen dem Mitglied und dem IWF vereinbart – bevor er durch das Exekutivdirektorium verabschiedet wird.

<sup>34</sup> Siehe O. Jeanne und J. Zettelmeyer, International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality, Economic Policy, Bd. 33, 2001, S. 409-432. Die Autoren legen eine umfassende Interpretation des Moral-Hazard-Konzepts zugrunde, die sich nicht nur auf die Risikoprämiierung mit globalen Steuergeldern (d. h. die Notwendigkeit der Rückzahlung von IWF-Krediten) erstreckt, sondern auch auf die Gelder der nationalen Steuerzahler, welche für die Kosten einer schlechten Politik letztlich aufkommen müssen.

negative Reaktionen an den Finanzmärkten erfahren.<sup>35</sup> Bisweilen werden Bedenken laut, dass diese Erfahrungen einige Länder womöglich davor zurückschrecken lassen könnten, den IWF um Unterstützung anzurufen.

**Die Vorbehalte der Mitgliedsländer gegen die Inanspruchnahme von IWF-Finanzhilfen könnten potenziell negative Folgen für die globale Finanzstabilität haben.**<sup>36</sup> Zögert ein Staat bei der Anforderung von IWF-Hilfen, kann eine

zunehmende Schieflage zu Ansteckungseffekten in anderen Ländern führen. Wendet sich das Land schließlich doch an den IWF, könnten ein letztlich noch größeres Hilfspaket (und somit mehr Fondsmittel) und noch stärkere Reformanstrengungen im Lande erforderlich (und somit politische Gegenreaktionen wahrscheinlicher) werden. Außerdem kann die Scheu vor einer Inanspruchnahme des IWF als globale Ebene des GFSN zu einer ineffizienten Hortung von Devisenreserven in dem Land führen.

**Der IWF hat im Laufe der Jahre auf diese Bedenken reagiert, unter anderem durch den Ausbau seiner vorsorglichen Kreditlinien.**<sup>37</sup> So wurden die erweiterte Flexible Kreditlinie (Flexible Credit Line – FCL) und die Vorsorge- und Liquiditätslinie (Precautionary and Liquidity Line – PLL) geschaffen, um Länder mit soliden Fundamentaldaten vor einer Ansteckung durch Liquiditätskrisen aus anderen Ländern zu schützen.<sup>38</sup> Beide Fazilitäten erfordern eine bestimmte Vorab-Qualifizierung (Ex-ante-Konditionalität), beinhalten aber keine (im Fall der FCL) bzw. nur eine begrenzte (bei der PLL) Ex-post-Konditionalität. Da diese vorsorglichen Kreditlinien auch beantragt und in Anspruch genommen werden können, wenn keine akuten Zahlungsbilanzschwierigkeiten vorliegen, und lediglich die Verpflichtung des IWF beinhalten, Finanzmittel auf Antrag bereitzustellen (nicht aber zwangsläufig eine tatsächliche Auszahlung implizieren), dürften sie mit geringeren politischen Kosten verbunden sein als die IWF-Standardprogramme mit ihren ausgefeilten Konditionalitätsanforderungen, was die vorausgesetzten Vorabmaßnahmen und zu erfüllenden Leistungskriterien betrifft. Bisher waren es allerdings erst fünf Staaten, die die vorsorglichen Kreditlinien in Anspruch genommen haben.

<sup>35</sup> Siehe J. R. Vreeland, *The International Monetary Fund: Politics of Conditional Lending*, Routledge, New York, 2007. Während der Asienkrise kam es in Ländern mit IWF-Programmen zu umfangreichen Kapitalabflüssen, wenn sich die empfohlenen Maßnahmen als weniger wirksam erwiesen als ursprünglich intendiert. Der IWF hatte Indonesien beispielsweise ein System flexibler Wechselkurse empfohlen, welches zu einer Abwertung der indonesischen Währung führte. Die Umstrukturierungen im Bankensektor ohne Einlagengarantien zogen Bankenanstürme und Kapitalabflüsse nach sich. Vgl. z. B. auch T. Ito, *Can Asia Overcome the IMF Stigma*, in: *American Economic Review*, Bd. 201, 2012, S. 198-202.

<sup>36</sup> Siehe z. B. J. R. Vreeland, *The International Monetary Fund: Politics of Conditional Lending*, 2007.

<sup>37</sup> Siehe IWF, *The Flexible Credit Line – Guidance on Operational Issues*, IMF Staff Papers, November 2009; IWF, *Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument*, IMF Policy Paper, Januar 2014; und IWF, *Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument*, IMF Policy Paper, April 2014.

<sup>38</sup> Die FCL steht ausschließlich Ländern mit sehr guten Fundamentaldaten, einer äußerst soliden Politik und einem sehr guten institutionellen Rahmen zur Verfügung, die bestimmte Qualifikationskriterien in fünf Bereichen (außenwirtschaftliche Position und Marktzugang, Fiskalpolitik, Geldpolitik, Solidität des Finanzsektors und Finanzaufsicht sowie Datenangemessenheit) erfüllen. Die Höhe der Ziehungen im Rahmen der FCL ist nicht gedeckelt. Die PLL wurde für Länder geschaffen, die gute wirtschaftliche Fundamentaldaten sowie gute politische und institutionelle Rahmenbedingungen, aber moderate Anfälligkeiten aufweisen. Die Obergrenze für die PLL beläuft sich auf 250 % der Quote des betreffenden Landes im ersten Jahr und 500 % der Quote insgesamt.

**Möglicherweise hängen die Vorbehalte gegen eine Inanspruchnahme von IWF-Mitteln aber nicht nur mit den strengen Konditionalitätsvorgaben, sondern auch mit der IWF-Leitungsstruktur zusammen.** Diese ist nach Auffassung vieler Schwellenländer auch nach der Quotenüberprüfung im Jahr 2010 noch zu stark von den Interessen der Industrieländer geprägt.<sup>39</sup>

**Um seine Rolle im Zentrum des GFSN zu wahren, muss der IWF ein besseres Verständnis dafür gewinnen, weshalb sich viele Länder davor scheuen, ihn um finanzielle Unterstützung zu ersuchen.** So könnten Schwellenländer möglicherweise bevorzugt auf andere internationale Finanzinstitutionen zurückgreifen, weil ihnen deren Auflagen weniger streng erscheinen. Neben der traditionellen projektbasierten Unterstützung durch die Weltbank (vorwiegend für Entwicklungs- und Schwellenländer) bieten regionale Entwicklungsbanken wie die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD), die Asiatische Entwicklungsbank (ADB) und seit einiger Zeit auch die New Development Bank (NDB) der BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika) sowie die Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) Finanzierungen für Strukturprojekte, vor allem im Bereich Infrastrukturentwicklung. Darüber hinaus haben die BRICS-Staaten eine eigene Rahmenvereinbarung für gegenseitige finanzielle Unterstützung (Contingent Reserve Arrangement – CRA) geschlossen.<sup>40</sup> In der Wahrnehmung vieler aufstrebender Volkswirtschaften scheinen diese neuen Institutionen womöglich stärker auf die Belange der aufstrebenden Volkswirtschaften ausgerichtet.

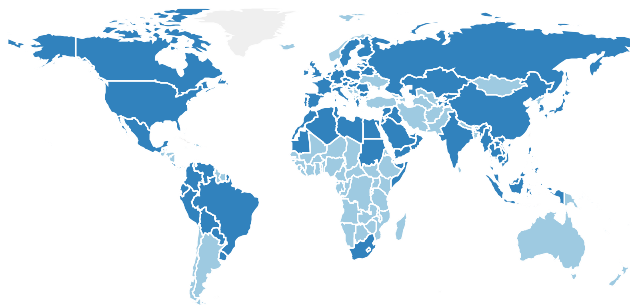
---

<sup>39</sup> R. Mohan und M. Kapur, Emerging Powers and Global Governance: Whither the IMF? Working Paper des IWF, Oktober 2015.

<sup>40</sup> Allerdings können die Mitgliedstaaten 70 % ihres maximalen CRA-Ziehungsbetrags nur dann abrufen, wenn sie gleichzeitig einem vorsorglichen IWF-Programm unterstehen.

#### Abbildung 4 Mitgliedschaft in regionalen Finanzierungseinrichtungen (RFAs)

(dunkelblau = Mitglied einer RFA; hellblau = nicht Mitglied einer RFA; grau = keine Daten verfügbar)



Quellen: Websites der RFAs und EZB.

Anmerkung: Die Abbildung umfasst Mitgliedschaften in folgenden RFAs: Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), Arab Monetary Fund (AMF), Chiang Mai Initiative Multilateralisation (CMIM), Contingent Reserve Arrangement (CRA), Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM), Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF), Eurasian Fund for Stabilisation and Development (EFSF), North American Framework Agreement (NAFA) und EU-Zahlungsbilanzhilfe.

#### Regionale Finanzierungseinrichtungen (RFAs) stellen im globalen finanziellen Sicherheitsnetz eine Zwischenstufe zwischen der Selbstabsicherung und der multilateralen Unterstützung dar, die der IWF seinen Mitgliedern bietet.

Solche regionalen Abkommen existieren in vielen, wenn auch nicht allen Regionen der Welt (siehe Abbildung 4). Manche RFAs bestehen schon lange, während andere erst in jüngerer Zeit als Reaktion auf die globale Finanzkrise ins Leben gerufen wurden. Die „älteren“ RFAs wie der Arabische Währungsfonds (Arab Monetary Fund – AMF)<sup>41</sup> aus dem Jahr 1976 oder der 1989 gegründete Lateinamerikanische Reservefonds (Fondo Latinoamericano de Reservas – FLAR)<sup>42</sup> blicken bereits auf eine Geschichte von mehr als drei Jahrzehnten zurück, in denen sie Kredite gewähren. In Ostasien wurde mit der Chiang Mai Initiative (CMI) eine Vereinbarung zur Bereitstellung bilateraler Swap-Linien geschlossen, weil im Gefolge der Finanzkrise der Jahre 1997-98 die

Schaffung eines regionalen Mechanismus für erforderlich erachtet wurde.<sup>43</sup> Um mehr Ressourcen für die Krisenprävention und -bewältigung zu generieren, sind in jüngerer Zeit einige weitere Initiativen hinzugekommen, darunter das Abkommen zur Chiang Mai Initiative Multilateralisation (CMIM)<sup>44</sup> als Nachfolgevereinbarung der CMI sowie die europäischen Fazilitäten (der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) als temporäre Maßnahmen sowie der auf Dauer eingerichtete Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM)). Die Finanzierungskapazitäten der einzelnen RFAs sind sehr unterschiedlich. Während die kleineren Einrichtungen eine Kreditvergabekapazität von unter 10 Mrd USD aufweisen, liegt die Gesamtkapazität der CMIM als bis dato zweitgrößter RFA bei 240 Mrd USD, und der ESM als bislang größte RFA hat eine Kreditkapazität von 500 Mrd EUR.

<sup>41</sup> Der Arabische Währungsfonds ist darauf ausgerichtet, seinen nicht der OPEC angehörenden Mitgliedstaaten Unterstützung bereitzustellen. Seine Mitglieder sind Ägypten, Algerien, Bahrain, Dschibuti, Irak, Jemen, Jordanien, Katar, die Komoren, Kuwait, Libanon, Libyen, Marokko, Mauretanien, Oman, Saudi-Arabien, Somalia, Sudan, Syrien, Tunesien und die Vereinigten Arabischen Emirate.

<sup>42</sup> Der Lateinamerikanische Reservefonds entstand im Jahr 1988 als Erweiterung des Anden-Reservefonds (Fondo Andino de Reservas – FAR). Mitglieder sind Bolivien, die Dominikanische Republik, Kolumbien, Peru, Uruguay und Venezuela. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in J. Ocampo und D. Titelman, Regional Monetary Cooperation in Latin America, Working Paper des ADBI, Nr. 373, 2009.

<sup>43</sup> Siehe C. Sussangkarn, Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development, and Outlook, in: Asian Economic Policy Review, Bd. 6, 2011, S. 203-220.

<sup>44</sup> Die CMIM ist eine ostasiatische regionale Finanzierungsvereinbarung zwischen Brunei Darussalam, China, Hongkong, Indonesien, Japan, Kambodscha, Korea, Laos, Malaysia, Myanmar, den Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam, die als Nachfolgeabkommen und Erweiterung der Chiang Mai Initiative (CMI) geschaffen wurde (siehe auch den Literaturverweis in Fußnote 43).

**Im Hinblick auf ihren Zweck, ihre Ausgestaltung, ihre Überwachungs-kapazitäten und ihre Kreditvergabebedingungen sind die einzelnen RFAs sehr heterogen.** Was den Zweck und die Ausgestaltung betrifft, gewähren die meisten RFAs Finanzhilfen an Mitgliedstaaten mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten, um Wirtschaftskrisen zu bewältigen und regionale Ansteckungseffekte zu verhindern. Einige – aber nicht alle – RFAs erfordern vor der Auszahlung die Vereinbarung bestimmter makroökonomischer Anpassungen; dies ist z. B. bei der regulären und der erweiterten Kreditfazilität des AMF sowie bei den Krediten des FLAR der Fall. Bei manchen RFAs ist die Auszahlung von Finanzhilfen auch an die Konditionen für IWF-Hilfsmittel gekoppelt.<sup>45</sup>

**Da RFAs eine größere geografische Nähe zu ihren Mitgliedstaaten aufweisen als der IWF, können sie dank ihres fundierteren Regionalwissens gezielt finanzielle Unterstützung für die Umsetzung von Maßnahmen zur Krisenbewältigung in ihren Mitgliedstaaten leisten.**<sup>46</sup> Außerdem erleichtert die geringere Mitgliederzahl dieser Abkommen eine rasche Entscheidungsfindung und somit eine zeitnahe Auszahlung von Mitteln im Krisenfall.

**Allerdings könnten manche RFAs aufgrund begrenzter Ressourcen an ihre Grenzen stoßen.** Einige RFAs verfügen nur über begrenzte Mittel, was sie im Hinblick auf die Laufzeit, das Volumen und die Anzahl an gleichzeitig gewährbaren Krediten einschränkt. Außerdem nehmen Länder mit geringer Anpassungsbereitschaft oder größerem Anpassungsbedarf sowie Länder, die IWF-Finanzhilfen als politisch kostspielig erachten, möglicherweise bevorzugt RFA-Mittel in Anspruch. Dadurch kann es im Falle regionaler oder länger andauernder Schocks zu einer Überbeanspruchung der RFAs kommen. Angesichts ihrer entscheidenden Rolle bei der Unterstützung im regionalen Krisenfall spricht einiges dafür, die RFAs zu stärken.<sup>47</sup>

**Eine intensivere Zusammenarbeit zwischen RFAs und dem IWF könnte deren Inanspruchnahme fördern und zugleich den Anreiz vermindern, stets der jeweils günstigsten Fazilität hinterherzueilen.** Angesichts der bestehenden Verbindungen zwischen einigen RFAs und dem IWF scheint es durchaus Spielraum für eine Kooperation zu geben, die die RFAs stärkt und zugleich die Suche nach möglichst günstigen Fazilitäten unterbindet und eine Überbeanspruchung der RFAs vermeidet. Im Jahr 2011 verabschiedeten die G 20 für die Zusammenarbeit zwischen dem IWF und den RFAs sechs Grundsätze (siehe Kasten), die die Steuerung dieses Prozesses erleichtern sollen.

---

<sup>45</sup> Die CMIM erhöhte den ohne Konditionalität abrufbaren Anteil am 17. Juli 2014 von 20 % auf 30 % und überprüft gegenwärtig die einzelnen Modalitäten seiner Kooperation mit dem IWF.

<sup>46</sup> Siehe J. A. Ocampo und D. Titelman, Subregional financial cooperation: the South American experience, in: Journal of Post Keynesian Economics, Bd. 32, 2009, S. 249-268.

<sup>47</sup> Siehe beispielsweise M. Kawai, From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund, Working Paper des ADBI, Nr. 527, 2015.

## Kasten 1

### Gemeinsame Grundsätze der G 20 für die Zusammenarbeit zwischen dem IWF und regionalen Finanzierungseinrichtungen (15. Oktober 2011)

---

Im November 2010 forderten die Staats- und Regierungschefs der G 20 ihre Finanzminister und Zentralbankgouverneure auf, Möglichkeiten zur Stärkung der Zusammenarbeit zwischen dem IWF und RFAs in allen dafür in Frage kommenden Bereichen zu erörtern. Auf Grundlage der eingegangenen Beiträge von G 20-Mitgliedstaaten aus der EU und der ASEAN+3 wurden die nachfolgend beschriebenen, nicht verbindlichen Grundsätze beschlossen. Außerdem sollten die Modalitäten der Zusammenarbeit mit dem IWF flexibel auf die einzelnen RFAs zugeschnitten werden, um regionalen Besonderheiten und den Merkmalen der jeweiligen RFAs Rechnung zu tragen.

1. Eine verbesserte Kooperation zwischen RFAs und dem IWF wäre ein Schritt in Richtung einer besseren Krisenprävention und effektiveren Krisenbewältigung und würde das Moral-Hazard-Risiko verringern. Die Zusammenarbeit sollte eine gründliche und ausgewogene Überwachung fördern und den gemeinsamen Zielen der regionalen und globalen Finanz- und Währungsstabilität zuträglich sein.
2. Die Zusammenarbeit sollte die Aufgaben, Unabhängigkeit und Entscheidungsverfahren der einzelnen Institutionen respektieren und flexibel auf regionale Besonderheiten eingehen.
3. Die Kooperation zwischen RFAs und dem IWF kann durch eine Krise ausgelöst werden; doch auch die laufende Zusammenarbeit sollte gefördert werden, um regionale Kapazitäten für die Krisenprävention aufzubauen.
4. Die Zusammenarbeit sollte möglichst frühzeitig eingeleitet werden und einen offenen Informationsaustausch sowie bei Bedarf auch gemeinsame Missionen umfassen. Die verschiedenen Einrichtungen weisen individuelle komparative Vorteile auf und können gegenseitig von der Expertise der jeweils anderen Parteien profitieren. So haben RFAs einen besseren Einblick in die regionalen Verhältnisse, während der IWF über größere globale Überwachungskapazitäten verfügt.
5. Um Arbitrage und ein Herauspicken der jeweils günstigsten Fazilitäten (insbesondere in Bezug auf die politischen Rahmenbedingungen und die preislichen Konditionen) zu verhindern, sollte eine größtmögliche Konsistenz der Kreditvergabekonditionen angestrebt werden. Allerdings wäre eine gewisse Flexibilität erforderlich, um erforderliche Anpassungen der Konditionen und gegebenenfalls auch des Zeitpunkts für die Programmüberprüfungen vornehmen zu können. Außerdem sollten endgültige Beschlüsse in Bezug auf Finanzhilfen im Rahmen gemeinsamer Programme von allen daran beteiligten Institutionen getroffen werden.
6. Die RFAs haben den bevorrechtigten Gläubigerstatus des IWF zu respektieren.

---

Quellen: G 20 und IWF.

### 3.4 Zusammenspiel der unterschiedlichen Schichten des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes

**Durch ein besseres Verständnis des Zusammenspiels der unterschiedlichen Ebenen des GFSN könnte eine Überbeanspruchung einzelner Elemente mit verhindert und generell die ergänzende Inanspruchnahme der verschiedenen Elemente befördert werden.** Die Interaktion zwischen den einzelnen Schichten des Sicherheitsnetzes muss auf die unterschiedlichen Ziele, operationellen Merkmale sowie möglichen und intendierten Rollen der einzelnen Elemente abgestimmt sein. Dieses Zusammenspiel wird nachfolgend näher betrachtet.

**Gegenwärtig findet nur eine begrenzte Abstimmung zwischen den verschiedenen Ebenen statt.** Da sich das globale Finanzsicherheitsnetz zusehends außerhalb des IWF weiterentwickelt hat – teils durch die Selbstabsicherungsinitiativen der einzelnen Länder, teils durch die Bereitstellung von Finanzmitteln über bilaterale oder regionale Abkommen oder Institutionen –, sind die koordinierenden Verbindungen innerhalb und zwischen den einzelnen Schichten begrenzt. Das GFSN ist insbesondere seit der globalen Finanzkrise vielschichtiger und diversifizierter geworden, unter anderem, weil die einzelnen Elemente unterschiedliche Zielsetzungen und Ausgestaltungen aufweisen. Folglich ist nicht jedes Land gleich gut durch das Sicherheitsnetz abgedeckt, und die verschiedenen Ebenen sind nur begrenzt substituierbar.

**Es stellt sich die Frage, ob sich die verschiedenen Ebenen besser aufeinander abstimmen ließen, um eine stärkere ergänzende Inanspruchnahme und eine größere Länderabdeckung zu ermöglichen und dadurch die Gesamtabdeckungskapazitäten des GFSN als Ganzen zu erhöhen.** Um der Überbeanspruchung der individuellen Bestandteile entgegenzuwirken, könnten die Möglichkeiten einer ergänzenden Inanspruchnahme weiterer GFSN-Ebenen eingehender untersucht werden. Dabei wäre die Frage zu berücksichtigen, inwieweit die einzelnen GFSN-Elemente zur Erreichung ihrer allgemeinen Ziele in der Lage sind, welche Besonderheiten sie aufweisen und inwiefern die Länder jeweils Zugang zu ihnen haben. Außerdem wäre zu bedenken, dass auf regionaler Ebene nicht nur die RFAs zahlen- und größenmäßig zunehmen, sondern auch die regionalen Entwicklungsbanken, die potenziell komplementäre finanzielle Unterstützung leisten können.

**In globaler Hinsicht sollte ein mit angemessenen Finanzmitteln ausgestatteter und quotenbasierter IWF den Kern des GFSN bilden und Unterstützung bei potenziellen oder tatsächlichen Zahlungsbilanzkrisen leisten.** Eine effektive Krisenprävention kann der IWF am besten durch eine angemessene makroökonomische, finanzsektorbezogene und makroprudenzielle Überwachung gewährleisten. Daher sollte die den Qualifikationskriterien der vorsorglichen Kreditfazilitäten inhärente Anreizstruktur unbedingt eine solide Politik fördern und dadurch die Wirksamkeit der Überwachung unterstützen. Eine effektive Krisenbewältigung hängt von einem angemessenen und effizienten Einsatz von IWF-Ressourcen ab. Damit der IWF seiner stabilisierenden Rolle als das wahrhaft globale Element des GFSN gerecht werden kann, ist es wichtig, dass er ausreichend hohe

Ressourcen vorhält und diese wohlüberlegt einsetzt – auch für vorsorgliche Zwecke. Stärken ließe sich seine stabilisierende Rolle durch ein eingehenderes Verständnis und eine Verringerung der politischen Kosten, die von manchen Ländern mit der Inanspruchnahme von IWF-Unterstützung in Verbindung gebracht werden.

**Auf nationaler Ebene besteht die erste Verteidigungslinie nach wie vor in einer soliden Wirtschaftspolitik und robusten makroökonomischen Rahmenbedingungen.** Dies steht nicht im Widerspruch zur Beobachtung, dass viele Länder gut beraten waren mit der Akkumulation vorsorglicher Reserven als Mittel zur Selbstabsicherung in Krisenzeiten. Allerdings geht ein übermäßiger Aufbau von Währungsreserven mit Kosten und Ungleichgewichtsrisiken sowie mit der Gefahr systemischer Ineffizienzen einher. Die Kosten eines vorsorglichen Reserveaufbaus sind von Land zu Land unterschiedlich und müssen gegen den Preis einer unzureichenden eigenen Reservehaltung abgewogen werden. Eine größere Transparenz in Bezug auf die Verfügbarkeit und Kosten des Reserveaufbaus in den einzelnen Ländern könnte in dieser Hinsicht hilfreich sein.

**Bilaterale Swap- und Repo-Linien der Zentralbanken sind eine sehr spezielle Form der kurzfristigen Liquiditätsbereitstellung zur Vorbeugung von Liquiditätsknappheit im nationalen Bankensektor.** Über die Einrichtung solcher Linien können ausschließlich die Zentralbanken im Rahmen ihrer jeweiligen Mandate entscheiden. So besteht keine Möglichkeit für eine Liquiditätsbereitstellung der Zentralbanken an Regierungen. Die mandatsbasierte Bereitstellung solcher Swap-Linien bedeutet außerdem, dass keine einzelne Institution – nicht einmal der IWF – als Koordinator für die Bereitstellung von Zentralbank-Swap-Linien fungieren kann.

**Es lohnt sich, die Kooperation zwischen dem IWF und RFAs weiter auszubauen.** Einige RFAs sind inzwischen eher einsatzbereit als vor der globalen Finanzkrise. Da manche Infrastrukturen allerdings noch weitgehend unerprobt sind und sich im Falle eines regionalen Schocks als überbeansprucht erweisen könnten, wäre es sinnvoll, die Zusammenarbeit zwischen dem IWF und den RFAs – auch außerhalb von Krisenzeiten – zu intensivieren. Die RFAs befinden sich in sehr verschiedenen Entwicklungsstadien und unterscheiden sich auch stark im Hinblick auf ihre Größe, in ihrem Fokus sowie der Häufigkeit und Art ihrer Kreditgewährung. Außerdem sind viele Überwachungsinstrumente der RFAs noch nicht ausgereift. Angesichts der umfangreichen Expertise des IWF in Bezug auf die Überwachung wie auch die Kreditgewährung sollte eine engere Zusammenarbeit zwischen dem IWF und den RFAs – vor allem in Form von Beratung und technischer Unterstützung der bislang noch unerprobten RFAs – angestrebt werden. Als Richtschnur für diese Kooperation bieten sich die G 20-Grundsätze (siehe Kasten 1) an. Die Diversität der RFAs unterstreicht die Notwendigkeit eines maßgeschneiderten Ansatzes. Wie die Erfahrungen Europas mit der Krisenbewältigung belegen, kann die Einbeziehung von RFAs bei der Stabilisierung eines krisenbedrängten Landes erheblichen Nutzen bringen und IWF-Hilfen ergänzen.



**Die verschiedenen Schichten des globalen Finanzsicherheitsnetzes, die internationale Währungsreserven, regionale Finanzierungseinrichtungen, die Mittelbereitstellung durch internationale Finanzinstitutionen und Swap-/Repo-Linien der Zentralbanken umfassen, sind entscheidende Komponenten eines gut funktionierenden internationalen Währungssystems.** Die einzelnen

Elemente des GFSN wurden durch historische Entwicklungen geprägt und – wie in den vorangehenden Abschnitten erörtert – allesamt mit dem Ziel ins Leben gerufen, durch Gewährung von Versicherungsschutz sowie Finanzhilfen in Krisensituationen zur Wahrung der Wirtschafts- und Finanzstabilität beizutragen.

**Im Mittelpunkt des weltweiten Finanzsicherheitsnetzes steht der IWF mit seiner langjährigen Erfahrung, was die Förderung einer soliden Wirtschaftspolitik und den Einsatz seines vielfältigen Krisenbekämpfungsinstrumentariums betrifft.** Die stabilisierende Rolle des IWF ließe sich allerdings durch einen zeit-

näheren und effektiveren Einsatz seiner Fazilitäten und eine fortlaufende Weiterentwicklung seiner Leitungsstruktur weiter stärken. Die Swap-/Repo-Linien der Zentralbanken haben sehr erfolgreich zur Minderung fremdwährungsbezogener Finanzierungsentpässe beigetragen. Da ihr Einsatz aber von den betreffenden Zentralbanken im Rahmen ihrer jeweiligen Mandate beschlossen werden muss, eignen sie sich nicht für eine Koordination im Rahmen einer globalen Dachorganisation wie dem IWF. Auch die anderen Elemente des Sicherheitsnetzes haben ihre jeweiligen Zielsetzungen und Beschränkungen. Durch ihr starkes Wachstum im Gefolge der globalen Finanzkrise bildet sich im GFSN inzwischen eine heterogenere Landschaft ab. Vielversprechend wäre unter anderem eine Stärkung der bislang noch unerprobten RFAs durch Beratung und technische Kooperation.

**Eine globale Bestandsaufnahme mit Fokus auf dem IWF als eigentlichem weltweiten Angelpunkt des GFSN erscheint geboten.** Um zu verhindern, dass sich das globale finanzielle Sicherheitsnetz in eine suboptimale Richtung weiterentwickelt – etwa weil ein Teil der Ressourcen bestimmten Ländern oder Regionen nicht zugänglich ist oder weil die Verfügbarkeit von Mitteln das Moral-Hazard-Risiko erhöht –, ist eine globale Bestandsaufnahme im gegenwärtigen Nachkrisenumfeld angezeigt. Angesichts der universellen Mitgliederstruktur des IWF sollte es dabei schwerpunktmäßig um die Stärkung der Rolle des IWF als eigentlichem globalen Angelpunkt des GFSN gehen. Diese Bestandsaufnahme sollte jedoch keine isolierte Maßnahme darstellen. Vielmehr wären auch Reformen intensiver zu erörtern, die auf eine Begrenzung der Nachfrage nach Ressourcen aus dem finanziellen Sicherheitsnetz abzielen. Die jüngsten Anstrengungen zur Stärkung der globalen Finanzmarktregulierung und des Handlungsrahmens für die Restrukturierung von Staatsschulden sowie die Option, in Krisenfällen Liquidität aus dem privaten Sektor zu mobilisieren, stellen in dieser Hinsicht wichtige Ansätze dar.

# Neue Erkenntnisse zur Lohnanpassung in Europa im Zeitraum von 2010 bis 2013

Im vorliegenden Aufsatz werden die Ergebnisse der dritten Befragungswelle des Wage Dynamics Network (WDN) dargelegt. Diese kürzlich in 25 EU-Ländern durchgeführte Umfrage soll zeigen, welche Anpassungsmaßnahmen Unternehmen als Reaktion auf die verschiedenen Schocks und Arbeitsmarktreflexionen ergriffen haben, die im Zeitraum von 2010 bis 2013 in der Europäischen Union auftraten bzw. eingeführt wurden. Im Fokus des Beitrags stehen Lohnrigiditäten und Lohnanpassungen. Die wichtigsten Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen: In der Zeit von 2010 bis 2013 herrschte in den EU-Ländern eine Abwärtsrigidität der Nominallöhne vor, die sich gegenüber der ersten Phase der Krise (2008-2009) gleichwohl abgeschwächt hatte. Der Unwille der Unternehmen zur Kürzung der Grundvergütungen (stattdessen wurden sie eingefroren) trug dazu bei, dass es zwischen 2010 und 2013 seltener zu Lohnänderungen kam als in der Phase wirtschaftlicher Stabilität vor der Krise (2002-2007). Außerdem lassen die Umfrageergebnisse den Schluss zu, dass die Unternehmen zur Anpassung ihrer Lohnkosten Sonderzahlungen kürzten, statt die Grundvergütung zu senken. Ein signifikanter Anteil der Unternehmen in den Euro-Ländern, in denen weitreichende Arbeitsmarktreflexionen durchgeführt wurden, gab zudem an, dass es 2013 einfacher gewesen sei als 2010, Beschäftigung und Löhne anzupassen.

## 1 Einleitung

**Lohnrigiditäten stehen im Mittelpunkt des Interesses von Zentralbanken, insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Instabilität und niedriger Inflation und angesichts segmentierter Arbeitsmärkte.** Für das geldpolitische Handeln und die Ausgestaltung angemessener Strukturmaßnahmen ist es entscheidend, Lohnrigiditäten sowie deren Ursachen und Verlaufsmuster zu verstehen. Ein träges Lohnverhalten trägt maßgeblich zur Preisstarrheit im Euroraum bei. Dies geht aus den Ergebnissen des Inflation Persistence Network (IPN), einem Forschungsnetzwerk des Eurosystems zur Analyse der Merkmale und Determinanten der Preisgestaltung im Euro-Währungsgebiet, hervor.<sup>1</sup> Die abwärtsgerichtete Rigidität der Nominallöhne, d. h. der Widerstand gegen Lohnsenkungen, könnte sich auf die Wahl der optimalen Inflationsrate auswirken. Bei einer solchen Abwärtsrigidität bedarf es

<sup>1</sup> Siehe F. Altissimo, M. Ehrmann und F. Smets, Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 46, Juni 2006, sowie EZB, Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2005. Darin wird gezeigt, dass ein träges Lohnverhalten ein wichtiger Erklärungsfaktor für Preisstarrheiten im Euro-Währungsgebiet und somit eine wesentliche Determinante der geldpolitischen Transmission ist. Weitere Belege für diesen Zusammenhang finden sich für 17 EU-Länder in: M. Druant et al., Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness, in: Labour Economics, Bd. 19, Ausgabe 5, Oktober 2012, S. 772-782.

einer positiven Teuerungsrate, um die Anpassung der relativen (realen) Löhne zu erleichtern und dadurch „die Räder der Wirtschaft zu schmieren“. Folglich könnte eine zu niedrige Inflationsrate bei abwärtsgerichteter Nominallohnstarrheit zu Langzeitarbeitslosigkeit führen. Diese Überlegungen sind Gegenstand einer seit Langem geführten Debatte unter Volkswirten, die auf Tobin zurückgeht.<sup>2</sup>

Der von Unternehmen verwendete Lohnanpassungsmechanismus spielt bei der Transmission wirtschaftlicher Schocks ebenfalls eine zentrale Rolle. Während der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise bestimmte der Grad der Lohnflexibilität unter anderem Tempo, Art und Kosten der Anpassungen, die angesichts wirtschaftlicher Schocks vorgenommen wurden.<sup>3</sup> Auch die Feststellung der Ursachen von Lohnstarrheiten ist entscheidend, um angemessene strukturelle Maßnahmen konzipieren zu können, die eine Anpassung an Schocks erleichtern.<sup>4</sup> Ganz allgemein ist Lohnflexibilität für das ordnungsgemäße Funktionieren einer aus mehreren Ländern bestehenden Währungsunion mit segmentierten Arbeitsmärkten, wie dies im Euroraum mit seinen sehr heterogenen nationalen Arbeitsmarktgegebenheiten und -ergebnissen der Fall ist, von wesentlicher Bedeutung.<sup>5</sup> Bei einer von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägten Fähigkeit der Unternehmen, ihre Löhne als Reaktion auf einen Schock anzupassen, verliert ein Staat mit einem starren Arbeitsmarkt gegenüber Ländern, die flexiblere Arbeitsmärkte aufweisen, tatsächlich an Wettbewerbsfähigkeit.

**In diesem Zusammenhang hat das ESZB eine Ad-hoc-Umfrage zum Lohn- und Preissetzungsverhalten auf Unternehmensebene entwickelt: die Umfrage des Wage Dynamics Network (WDN).** Anhand der daraus gewonnenen Daten können die Forscher untersuchen, inwiefern sich unternehmensspezifische Merkmale, das wirtschaftliche Umfeld und institutionelle Besonderheiten der Arbeitsmärkte, an denen die Unternehmen agieren, auf Löhne, Beschäftigung und Preisanpassungen auswirken. Nunmehr wurde die dritte Befragungswelle des WDN (WDN3) durchgeführt, die den Zeitraum von 2010 bis 2013 abdeckt. Ein wichtiger Mehrwert der WDN3-Umfrage besteht darin, dass auch Informationen erhoben wurden, die zur Beurteilung der Relevanz der verschiedenen Schocks und der jüngsten Arbeitsmarktreformen für die Anpassungen am Arbeitsmarkt herangezogen werden können.

---

<sup>2</sup> J. Tobin, Inflation and unemployment, in: American Economic Review, Bd. 62, Ausgabe 1, Februar 1972, S. 1-18. Tobins Argument wurde formalisiert in: G. Akerlof, W. Dickens und G. Perry, The Macroeconomics of Low Inflation, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 27, Ausgabe 1, 1996, S. 1-76. Fagan und Messina gelangen zu dem Ergebnis, dass die optimale gleichgewichtige Inflationsrate für Belgien, Deutschland, Portugal und Finnland zwischen 0 % und 2 % liegt, während sie sich für die Vereinigten Staaten zwischen 2 % und 5 % bewegt. Siehe G. Fagan und J. Messina, Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation, Working Paper Series der EZB, Nr. 1048, April 2009.

<sup>3</sup> Fabiani et al. haben gezeigt, dass die Tatsache, dass Unternehmen in der ersten Phase der Krise (2008-2009) keine Lohnkürzungen vornehmen konnten, die optimale Anpassung ihrer Arbeitskosten verhindert und sie gezwungen haben könnte, statt der Löhne die Beschäftigung anzupassen, was zu einer Vernichtung von Arbeitsplätzen beitrug. Siehe S. Fabiani et al., European firm adjustment during times of economic crisis, in: IZA Journal of Labor Policy, Bd. 4, Article 24, Dezember 2015.

<sup>4</sup> Siehe auch EZB, Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

<sup>5</sup> Generell besteht eine große Heterogenität zwischen den nationalen Arbeitsmärkten in der EU.

**Der vorliegende Beitrag liefert Erkenntnisse zu den Merkmalen und Ursachen von Nominallohnrigiditäten in den EU-Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2013, die auf den Ergebnissen der WDN3-Umfrage beruhen.** Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 beschreibt die wichtigsten Merkmale der WDN-Umfrage. In Abschnitt 3 wird kurz auf einige Aspekte eingegangen, die den heterogenen Lohnstarrheiten zwischen den Ländern und ganz allgemein der unterschiedlichen Arbeitsmarktentwicklung in Europa im Betrachtungszeitraum zugrunde liegen. In Abschnitt 4 werden stilisierte Fakten zu den Nominallohnrigiditäten dargelegt. Dabei geht es im Einzelnen um Lohnstarrheit und die Häufigkeit von Änderungen der Grundvergütung (4.1), die Abwärtsrigidität der Nominallöhne (4.2) sowie die Nutzung von Sonderzahlungen und Nebenleistungen als zusätzliche Margen der Arbeitskostenanpassung neben Änderungen der Grundvergütung (4.3). Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 Die WDN-Umfrage: Stichprobe und Daten

**Die WDN-Umfrage bietet einen einzigartigen Datensatz zur Untersuchung der Lohndynamik, da sie institutionelle Besonderheiten, unternehmensspezifische Merkmale und das wirtschaftliche Umfeld von Firmen berücksichtigt.** Erstellt wurde sie vom Wage Dynamics Network, einem Forschungsnetzwerk des ESZB mit Fokus auf der Bestimmung von Ursachen und Merkmalen der Lohn- und Arbeitskostenentwicklung, die für die Geldpolitik von größter Relevanz ist.<sup>6</sup> Die erste Umfragerunde (WDN1) wurde von 17 nationalen Zentralbanken (NZBen) Ende 2007 und im ersten Halbjahr 2008 durchgeführt. Die erhobenen Daten bezogen sich dabei auf den Zeitraum von 2002 bis 2007, der von wirtschaftlicher Stabilität und einem relativ stetigen Wachstum geprägt war. Im Sommer 2009 starteten zehn NZBen eine Folgeerhebung, die sich speziell mit den Reaktionen der Unternehmen auf die erste Phase der Krise (2008-2009) befasste. Dies war die zweite Umfragerunde (WDN2).<sup>7</sup>

**Die dritte Befragungswelle (WDN3) wurde von 25 NZBen des ESZB Ende 2014 und im ersten Halbjahr 2015 durchgeführt.** Ziel war die Beurteilung der jüngsten Arbeitsmarktanpassungen und der Reaktion der Unternehmen auf die verschiedenen Schocks und Arbeitsmarktreformen in der zweiten Phase der Krise (2010-2013). Im Rahmen dieser Umfragerunde wurden Angaben von mehr als 25 000 Unternehmen aus den Bereichen verarbeitendes Gewerbe, Energie, Baugewerbe, Handel und Verkehr, marktbestimmte Dienstleistungen, Kredit- und Versicherungsgewerbe sowie - in einigen Ländern - nicht marktbestimmte Dienstleistungen gesammelt.<sup>8</sup> Von ihrer Ausgestaltung her ist die Stichprobe innerhalb der einzelnen Länder und Sektoren relativ ausgewogen über alle Unternehmensgrößen hinweg geschichtet. Ihre Verteilung entspricht recht genau der

<sup>6</sup> Das WDN als solches war in der Zeit von Juli 2006 bis Dezember 2009 tätig.

<sup>7</sup> Vollständig harmonisierte WDN1-Umfragedaten sind verfügbar für Belgien, die Tschechische Republik, Estland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Litauen, Ungarn, die Niederlande, Österreich, Polen, Portugal und Slowenien. Die WDN2-Umfrage wurde in Belgien, der Tschechischen Republik, Estland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und Polen durchgeführt.

<sup>8</sup> Eine Liste der erfassten Länder findet sich in Tabelle 1.

Verteilung der privaten Beschäftigung in jedem Land. Der Stichprobenumfang variiert jedoch sowohl absolut als auch gemessen an der Zahl der Unternehmen von Land zu Land. Daher wurde für jedes Unternehmen ein individuelles Gewicht ermittelt, damit die Stichprobe repräsentativ ist für die Gesamtzahl der Firmen in den einzelnen Ländern und die Zahl der Arbeitskräfte, über die das jeweilige Unternehmen in einem bestimmten Land verfügt.

**Bei den WDN-Umfragen handelt es sich um Ad-hoc-Erhebungen auf Unternehmensebene, denen ein spezifischer Informationsbedarf zugrunde liegt.** Infolgedessen variieren die Fragebögen je nach Befragungswelle. Auch die erfassten Länder und die Stichprobe der Unternehmen in einem Land unterscheiden sich je nach Befragungswelle, sodass die WDN-Umfragen streng genommen keine unterschiedlichen Wellen eines Panels sind, sondern länderübergreifende Datensätze mit hoher geografischer und sektoraler Abdeckung darstellen. Der größte Vorteil der Durchführung von Ad-hoc-Umfragen auf Unternehmensebene liegt in der damit verbundenen Flexibilität. Unternehmen können direkt zu ihrem Preis- und Lohnsetzungsverhalten, ihren Reaktionen auf Schocks oder ihrer Einschätzung der Wirksamkeit und der Auswirkungen von Reformen befragt werden. Derartige Informationen wären anderweitig nur schwer zu erheben. Was die Löhne betrifft, so liefern Umfragen unter Unternehmen in der Regel präzisere Informationen als Haushaltsumfragen. Gleichwohl gilt es zu beachten, dass Ad-hoc-Erhebungen auch einige Nachteile wie etwa geringe Antwortquoten und potenzielle Fehlinterpretationen der Fragen aufweisen. Darüber hinaus können die Antworten durch das spezifische gesamtwirtschaftliche Umfeld zum Zeitpunkt der jeweiligen Umfrage beeinflusst werden.

### 3 Krisenbezogene Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2013

Die WDN3-Umfrage liefert zu verschiedenen Aspekten Informationen auf Unternehmensebene, mit deren Hilfe sich die länderspezifischen Unterschiede in Bezug auf die Arbeitsmärkte und Lohnrigiditäten in Europa erklären lassen.

#### 3.1 Auftreten von Schocks

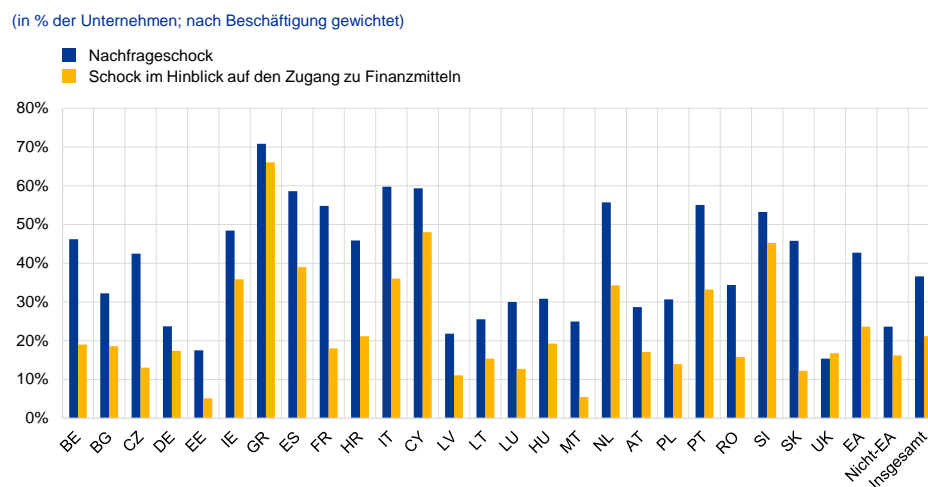
**Die unterschiedliche Art und Intensität der Schocks an den europäischen Arbeitsmärkten dürfte zu deren heterogener Entwicklung beigetragen haben.**

Im Rahmen der WDN3-Umfrage wurden detaillierte Informationen über eine Vielzahl von Schocks gewonnen, mit denen die europäischen Unternehmen im Zeitraum von 2010 bis 2013 konfrontiert waren.<sup>9</sup> Einen groben Überblick über die in den einzelnen

<sup>9</sup> Diesbezüglich wurden die Unternehmen gebeten, bei Nachfrageschocks zwischen heimischen und externen Schocks und bei Finanzschocks nach Finanzierungsarten (d. h. zur Finanzierung neuer Investitionsprojekte, zur Refinanzierung usw.) zu unterscheiden. Ferner wurden in der Umfrage Informationen zur Volatilität der Nachfrage, zur Zahlungsfähigkeit der Kunden und zu den Vorratsbeständen erhoben.

Ländern aufgetretenen Schocks bietet Abbildung 1, in der der prozentuale Anteil der Unternehmen dargestellt ist, die einen (deutlichen) Rückgang der Gesamtnachfrage und der Kreditverfügbarkeit meldeten. Im Durchschnitt gaben 36 % der Unternehmen in der EU an, dass die Nachfrage gesunken sei. Bezogen auf das Euro-Währungsgebiet belief sich dieser Anteil auf 42 %, bei den Unternehmen außerhalb des Euroraums betrug er nur 23 %. Nach Ländern aufgeschlüsselt meldeten 71 % der griechischen und 59 % der zyprischen Unternehmen einen Nachfrageschock. In Estland und im Vereinigten Königreich erlitten dagegen laut Umfrage weniger als 18 % der Firmen einen solchen Schock. Eine ähnlich heterogene Entwicklung ist auch im Hinblick auf Kreditschocks zu beobachten. Während 66 % der Unternehmen in Griechenland, 48 % in Zypern, 45 % in Slowenien und rund 39 % in Spanien von einem restriktiveren Zugang zu Krediten berichteten, lag dieser Anteil in Estland und Malta lediglich bei rund 5 % und in Lettland bei 11 %. Bemerkenswert ist, dass in den baltischen Staaten, die sich in der Zeit von 2010 bis 2013 von einer deutlichen Eintrübung am Arbeitsmarkt erholten, die Volatilität der Nachfrage anscheinend eher Bedenken hervorrief als das Nachfrageniveau.<sup>10</sup>

**Abbildung 1**  
Anteil der von einem Nachfrageschock bzw. einem Schock im Hinblick auf den Zugang zu Finanzmitteln betroffenen Unternehmen im Zeitraum 2010 bis 2013



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage.  
Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Daten für Irland sind nicht gewichtet. Die Summen werden aus den Ländern berechnet, deren Zahlen gewichtet sind. Nachfrageschocks und Schocks im Hinblick auf den Zugang zu Finanzmitteln sind definiert als der prozentuale Anteil der Unternehmen, die eine moderate bzw. deutliche Verschlechterung der Nachfrage bzw. des Zugangs zu Finanzmitteln verzeichneten.

<sup>10</sup> In Abbildung 1 nicht ausgewiesen.

## 3.2 Tarifvereinbarungen in Europa

### **Die Tarifpartner sind für die Lohnentwicklung und ganz allgemein für das Funktionieren des Arbeitsmarkts wohl von zentraler Bedeutung.**

Die Fachliteratur weist ihnen eine wichtige Rolle in Bezug auf Lohnanpassung und Lohnstarrheit zu, und in zahlreichen empirischen Studien wurde versucht, diesen Einfluss zu quantifizieren. Eine solche Quantifizierung gestaltet sich jedoch nach wie vor schwierig, und vergleichbare Informationen auf internationaler Ebene stehen nur begrenzt zur Verfügung. Im Rahmen der WDN1- wie auch der WDN3-Umfrage wurden Informationen zum Zentralisierungs- und Abdeckungsgrad von Tarifvereinbarungen erhoben. So sollten die Unternehmen im Hinblick auf den Zentralisierungsgrad angeben, ob sie einen Tarifvertrag anwenden, der außerhalb des Unternehmens und/oder auf Unternehmensebene ausgehandelt und unterzeichnet wurde.<sup>11</sup> Tarifverträge auf Firmenebene gelten üblicherweise insofern als flexibler, als sie den Unternehmen mehr Spielraum geben, auf firmenspezifische ökonomische Gegebenheiten zu reagieren.

### **Der Anteil der Unternehmen, die irgendeine Form von Tarifvertrag anwenden, war 2013 in den befragten Euro-Ländern sehr hoch, aber niedriger als im Jahr 2007.**

Im Schnitt lag er im Euro-Währungsgebiet bei rund 75 %, verglichen mit 95 % im Jahr 2007. Im Gegensatz dazu betrug der entsprechende Anteil in den Ländern außerhalb des Euroraums 2013 lediglich rund 34 % gegenüber 28 % im Jahr 2007. Bemerkenswert ist, dass es in den baltischen Staaten nur einen sehr geringen Anteil an Unternehmen mit Tarifbindung gab (11 % bis 18 % im Jahr 2013).<sup>12</sup> Unterschiede zwischen den Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets lassen sich auch feststellen, wenn man die auf Unternehmensebene und die außerhalb des Unternehmens getroffenen Tarifvereinbarungen getrennt voneinander betrachtet. Im Euroraum wurden die meisten Tarifvereinbarungen nach wie vor außerhalb des Unternehmens auf Branchenebene getroffen. Mit einem Wert von 64,3 % gilt dies für die Mehrheit der Arbeitnehmer. Eine Ausnahme bildeten die baltischen Staaten, in denen Tarifverhandlungen vornehmlich auf Unternehmensebene stattfanden. Gleiches gilt auch für die Länder außerhalb des Eurogebiets (siehe Tabelle 1).<sup>13</sup> Allerdings wurde in Spanien, Italien, den Niederlanden und Slowenien ein Trend hin zu einer stärkeren Dezentralisierung von Tarifverhandlungen beobachtet.

<sup>11</sup> Oftmals kommen beide Vertragsarten innerhalb eines Unternehmens zur Anwendung.

<sup>12</sup> In Irland wurden Rahmentarifverträge, in denen der Rahmen für Tarifverhandlungen zur Entlohnung sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor festgelegt wurde, im Jahr 2010 abgeschafft; seither wenden die meisten Unternehmen keine formalen Tarifabkommen mehr an. Allerdings dürfte es informelle Abschlüsse geben.

<sup>13</sup> Siehe auch J. Visser, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts, 1960-2014 (ICTWSS), Version 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies, Amsterdam, Oktober 2015, sowie EZB, Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

**Tabelle 1**

## Tarifvereinbarungen – Ausmaß und Abdeckungsgrad nach Ländern im Jahr 2013

	Anteil der Unternehmen mit Tarifbindung in %			Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer in %
	Auf Unternehmensebene	Außerhalb des Unternehmens	Auf Unternehmensebene oder außerhalb des Unternehmens	
Belgien	30,8	63,0	72,0	94,4
Bulgarien	21,8	7,0	24,3	17,8
Tschechische Republik	30,6	10,0	39,0	33,2
Deutschland	16,1	47,2	56,9	48,3
Estland	10,1	2,0	11,3	8,2
Irland	8,1	7,7	14,5	6,9
Griechenland	26,2	42,8	60,1	71,4
Spanien	31,0	77,3	95,2	96,3
Frankreich	28,9	82,9	88,8	94,4
Kroatien	35,4	23,3	45,2	47,1
Italien	60,4	89	99,5	99,0
Zypern	31,7	41,7	56,4	39,6
Lettland	16,7	2,3	18,9	18,3
Litauen	17,4	1,9	18,2	16,0
Luxemburg	25,1	33,4	54,9	54,0
Ungarn	20,2	6,7	23,2	20,3
Malta	31,0	0,5	31,0	23,8
Niederlande	61,1	49,3	82,9	89,4
Österreich	27,4	88,0	98,8	80,4
Polen	17,9	1,0	20,9	20,9
Portugal	13,0	62,2	66,3	62,5
Rumänien	69,4	7,7	73,0	71,6
Slowenien	57,9	75,9	86,9	79,4
Slowakei	35,1	14,8	38,4	35,7
Vereinigtes Königreich	17,4	7,2	32,7	21,3
Euro-Währungsgebiet	28,9	64,3	75,0	73,4
Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets	23,1	6,5	34,2	28,2
Insgesamt	26,8	50,3	63,9	60,9
Insgesamt (WDN1-Länder)	31,9	64,2	76,0	77,1

Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Daten für Irland sind nicht gewichtet. Die Summen werden aus den Ländern berechnet, deren Zahlen gewichtet sind.

**In den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets sank der Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer während der Krise.**<sup>14</sup> Gleichwohl bestätigen die Ergebnisse der WDN3-Umfrage, dass ein hoher Anteil der Arbeitnehmer weiterhin einer Form von tariflicher Regelung unterliegt. Mit durchschnittlich 68 % aller befragten Unternehmen und mehr als 80 % der Unternehmen im Euroraum fielen die

<sup>14</sup> Ein Vergleich der Daten der WDN1-Umfrage mit jenen der WDN3-Erhebung zeigt, dass sich der Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer in allen Ländern des Eurogebiets mit Ausnahme Frankreichs und – in geringerem Umfang – Italiens verringerte.



Werte vor der Krise hoch aus. Im Jahr 2013 belief sich der entsprechende Abdeckungsgrad auf 60 % bzw. 73 %.

### 3.3 Arbeitsmarktreformen im Zeitraum von 2010 bis 2013

**Die Krise führte dazu, dass einige Regierungen eine Reihe von Arbeitsmarktreformen sowie Maßnahmen zur Erleichterung der Arbeitsmarktanpassung und Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit einleiteten.** Auch dieser Faktor könnte die Reaktion der Unternehmen auf Schocks beeinflusst und die beobachteten länderspezifischen Unterschiede an den Arbeitsmärkten begünstigt haben.<sup>15</sup> Im Rahmen der WDN3-Umfrage wurden die Firmen gefragt, ob sich die Anpassung der Beschäftigung (über eine Reihe von Kanälen) und der Löhne (sowohl von Stelleninhabern als auch von neu eingestellten Mitarbeitern) gegenüber 2010 leichter oder schwieriger gestaltet habe.<sup>16</sup> Abbildung 2 zeigt den nach Ländern aufgeschlüsselten Anteil der Unternehmen, denen zufolge die Beschäftigung 2013 leichter angepasst werden konnte als im Jahr 2010. Dargestellt ist jeweils der Durchschnitt über die verschiedenen Kanäle hinweg. In Abbildung 3 ist der Anteil der Unternehmen ausgewiesen, die es im Jahr 2013 leichter fanden als 2010, die Löhne anzupassen. Aus den Abbildungen geht hervor, dass genau in den Ländern, in denen die größten und weitreichendsten Arbeitsmarktreformen durchgeführt wurden (vor allem in den finanziell angeschlagenen Ländern), ein beträchtlicher Anteil der Unternehmen angab, dass die Arbeitskosten im Jahr 2013 leichter angepasst werden konnten als drei Jahre zuvor.

---

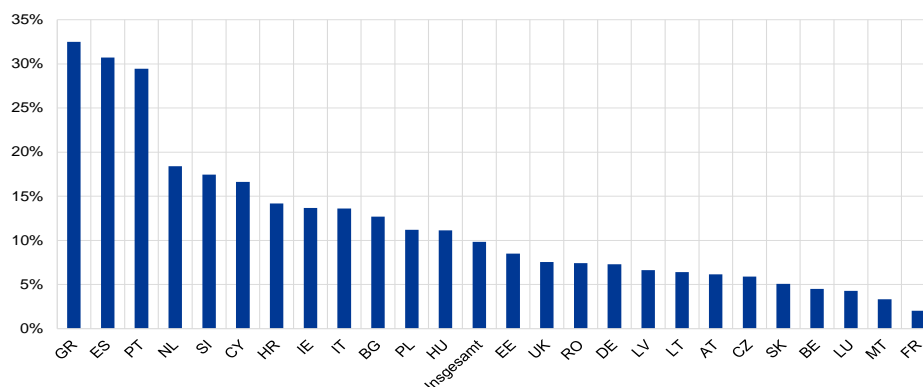
<sup>15</sup> Eine Erörterung der Strukturreformen im Euroraum findet sich in: EZB, Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

<sup>16</sup> Für die finanziell angeschlagenen Länder findet sich hierzu eine detaillierte Analyse in Kasten 1 dieses Aufsatzes.

## Abbildung 2

### Anteil der Unternehmen, denen zufolge eine Anpassung der Beschäftigung 2013 leichter war als 2010

(Durchschnitt über die verschiedenen Anpassungskanäle hinweg; in % der Unternehmen; nach Unternehmen gewichtet)



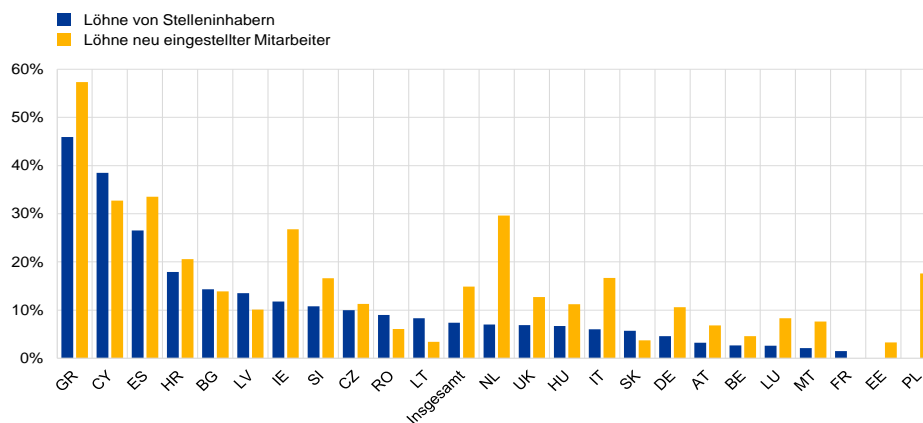
Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung im Unternehmen widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Daten für Irland sind nicht gewichtet. Die Anpassungskanäle umfassen Kollektiv- und Einzelentlassungen von Arbeitnehmern aus wirtschaftlichen Gründen, Entlassungen aus disziplinarischen Gründen, vorübergehende Entlassungen, Neueinstellungen, die Anpassung der Arbeitszeit und die Reallokation von Arbeitnehmern.

## Abbildung 3

### Anteil der Unternehmen, denen zufolge eine Anpassung der Löhne 2013 leichter war als 2010

(in % der Unternehmen; nach Unternehmen gewichtet)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung im Unternehmen widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Daten für Irland sind nicht gewichtet.

**Dass es die Unternehmen laut der WDN3-Umfrage als leicht empfanden, Anpassungen vorzunehmen, könnte als ein Indikator für die Wirksamkeit der im Zeitraum von 2010 bis 2013 durchgeführten Arbeitsmarktreformen gesehen werden.** Dabei ist allerdings zu beachten, dass es noch andere Faktoren gibt, die Anpassungen erleichtern können. So gaben beispielsweise 27 % der spanischen Unternehmen an, dass Lohnkürzungen bei Stelleninhabern 2013 einfacher gewesen seien als drei Jahre zuvor, als Begründung nannten sie aber vor allem eine veränderte Haltung der Arbeitnehmer (siehe Kasten 1). Ursächlich hierfür dürften die

Intensität und Dauer der Krise in Spanien und weniger regulatorische Änderungen gewesen sein.

## Kasten 1

Wahrnehmung der Unternehmen von Veränderungen bezüglich der Leichtigkeit von Arbeitsmarktanpassungen und Bedeutung von Reformen in finanziell angeschlagenen Euro-Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2013 (auf Basis der WDN3-Umfrage)

---

**In diesem Kasten wird die Wahrnehmung der Unternehmen im Hinblick auf Arbeitsmarktanpassungen in finanziell angeschlagenen Euro-Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2013 erörtert<sup>17</sup>, da diese Länder während der Krise eine Reihe von arbeitsmarktpolitischen und institutionellen Reformen durchgeführt haben.<sup>18</sup>** Im Fokus stehen die im Rahmen der WDN3-Umfrage gegebenen Antworten der Unternehmen zu den Anpassungskanälen am Arbeitsmarkt und deren Beeinflussung durch Arbeitsmarktreformen, die Haltung der Arbeitnehmer, das Gewerkschaftsverhalten und die Durchsetzung von Gesetzen. In diesem Kasten ist der Begriff der Arbeitsmarktanpassungskanäle sehr weit gefasst, aber besondere Aufmerksamkeit wird den Arbeitsmarktreformen gewidmet.<sup>19</sup> Zugleich ermöglichen es die Umfragedaten zur Wahrnehmung der Unternehmen auch, die Auswirkungen von nachfrageseitigen Faktoren, wie dem Ausmaß verschiedener Schocks in den angeschlagenen Ländern, von denen angebotsseitiger Faktoren, wie Veränderungen im Verhalten von Gewerkschaften und in der Haltung von Arbeitnehmern, zu unterscheiden.

**Angesichts tief greifender Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld sowie beachtlicher Reformanstrengungen in den finanziell angeschlagenen Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2013 nahmen die Unternehmen in diesen Ländern die Anpassungen über zahlreiche Kanäle vor.** Wie in diesem Aufsatz erörtert, führten sie Anpassungen insbesondere bei den Löhnen, der Beschäftigung und den Preisen durch, um ihre Wettbewerbsfähigkeit und die Unternehmensergebnisse zu verbessern. Beispielsweise berichteten Firmen in den meisten finanziell angeschlagenen Ländern, dass es 2013 im Vergleich zu 2010 entweder genauso leicht oder weniger schwierig war, die Löhne und/oder die Beschäftigung anzupassen (siehe Tabelle). Insgesamt scheint es, dass in Griechenland, Spanien, Zypern und Portugal Arbeitsmarktanpassungen als leichter umsetzbar als in der Vergangenheit wahrgenommen wurden (d. h., es gab erheblich mehr Firmen, die es weniger schwierig fanden, Löhne und/oder Beschäftigung anzupassen, als solche, die dies schwieriger fanden), während sich die allgemeine Fähigkeit der Unternehmen, diese Anpassungen vorzunehmen, in Irland, Italien und Slowenien kaum veränderte. Dies steht im Einklang mit den unterschiedlichen zeitlichen Abläufen bei den Arbeitsmarktreformen in den verschiedenen Ländern. So dürften die Effekte der früheren Reformen in der ersten

---

<sup>17</sup> Gemäß der Definition in EZB, Die Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf die Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2014, gehören zu den finanziell angeschlagenen Euro-Ländern (d. h. denjenigen, die im Zeitraum 2010 bis 2013 als finanziell angeschlagen eingestuft wurden) Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien.

<sup>18</sup> Eine ausführliche Beschreibung der Reformen in Irland, Spanien und Portugal findet sich in: EZB, Gründe für den jüngsten Anstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015. Die Auswirkungen der Reformen in den finanziell angeschlagenen Ländern werden auch erörtert in: EZB, Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

<sup>19</sup> Zu beachten ist, dass das Thema der Arbeitsmarktanpassungskanäle sehr viel umfassender ist, als in diesem Kasten untersucht werden kann. Ferner sollten bei der Analyse der Auswirkungen von Reformen auch die Begrenzungen berücksichtigt werden, denen die Umfragedaten unterliegen.

Ländergruppe eher im Referenzzeitraum der WDN3-Umfrage erfasst worden sein (2010-2013). Dagegen wurden tief greifende Arbeitsmarktreformen in Italien erst später, nämlich 2012 und 2015, umgesetzt, während die entsprechenden Reformen in Slowenien gegen Ende des von der WDN3-Umfrage erfassten Zeitraums im Jahr 2013 durchgeführt wurden. Irlands Wirtschaft galt indessen bereits vor der Krise als relativ flexibel und geriet vor allem in der ersten Phase (2008 bis 2009) in Schwierigkeiten; es überrascht daher nicht, dass sich die Wahrnehmung in Irland im Zeitraum von 2010 bis 2013 kaum verändert hat.

**Die Anpassung der Löhne von Stelleninhabern oder neu eingestellten Mitarbeitern ist in Griechenland, Spanien und Zypern anscheinend insgesamt einfacher geworden (siehe Tabelle).**<sup>20</sup> Bei den Arbeitsmarktreformen in diesen Ländern wurden einige der wichtigsten institutionellen Aspekte des Arbeitsmarkts, wie der Zentralisierungsgrad des Tarifverhandlungssystems sowie die Kündigungskosten und -verfahren, modifiziert.<sup>21</sup> Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass die Firmen, die angaben, dass es jetzt leichter sei, die Löhne anzupassen oder zu senken, zahlreicher waren als diejenigen, die es als schwieriger empfanden. Dagegen berichten die Unternehmen in Slowenien, dass es im Jahr 2013 im Wesentlichen ähnlich leicht bzw. schwierig wie 2010 war, die Löhne von Stelleninhabern anzupassen; das Gleiche gilt für Lohnkürzungen bei Neueinstellungen in Irland. Des Weiteren scheint die Anpassung der Löhne von Stelleninhabern in Italien 2013 im Vergleich zu 2010 etwas problematischer geworden zu sein, während die Lohnanpassung bei Neueinstellungen weitgehend gleich leicht bzw. schwierig blieb. Insgesamt sollte die laut den Unternehmen größere Lohnflexibilität als wichtiger Puffer betrachtet werden, mit dem einer noch stärkeren potenziellen Zunahme der Arbeitslosigkeit in finanziell angeschlagenen Ländern während der Krise begegnet werden konnte. Gleichzeitig gilt es zu beachten, dass die Lohnpolitik auch die allgemeine Arbeitsmarktlage und Produktivitätsentwicklung widerspiegeln sollte.

**Die Entlassung von Arbeitnehmern aus wirtschaftlichen Gründen bzw. die Anpassung der Arbeitszeiten scheint in den meisten der finanziell angeschlagenen Ländern ebenfalls leichter geworden zu sein.** Dies wird insbesondere von Firmen in Griechenland, Spanien und Portugal berichtet. In Zypern und Slowenien wurde die Entlassung von Arbeitnehmern aus wirtschaftlichen Gründen in geringerem Maße erleichtert, und in Irland und Italien blieb sie im Wesentlichen gleich leicht bzw. schwer. Die Unternehmen in Irland wie auch in Italien, Zypern und Slowenien gaben zudem an, dass die Arbeitszeiten im Vergleich zu 2010 weitgehend gleich leicht angepasst werden konnten.<sup>22</sup> Aus politischer Sicht ist es wichtig, dass die erhöhte Flexibilität mit einer aktiven Arbeitsmarktpolitik kombiniert wird, damit die Arbeitnehmer rasch in andere Sektoren wechseln und neue Beschäftigungsmöglichkeiten nutzen können. Ein solcher Policy-Mix würde die Dauer der Arbeitslosigkeit verkürzen und die strukturelle Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet weiter verringern. Insbesondere dürften die Unternehmen eher geneigt sein, die Beschäftigung in der Zukunft zu erhöhen, wenn hinsichtlich der Anpassung des Arbeitskräftebedarfs größere Flexibilität herrscht.

---

<sup>20</sup> Für Portugal enthält die WDN-Umfrage keine Informationen zu diesen besonderen Aspekten der Anpassung.

<sup>21</sup> Eine eingehende Erörterung des Einflusses von Arbeitsmarktinstitutionen auf die Lohnentwicklung findet sich auch in Kasten 4 des Aufsatzes „Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU“ in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

<sup>22</sup> Diese Interpretation steht weitgehend im Einklang mit den Veränderungen der Indikatoren für den Kündigungsschutz, die von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) für den Zeitraum von 2008 bis 2013 für die meisten der finanziell angeschlagenen Länder veröffentlicht wurden.

## Tabelle

Wahrnehmung der Unternehmen im Hinblick auf die Arbeitsmarktanpassungskanäle in finanziell angeschlagenen Ländern Ende 2013 im Vergleich zum Jahr 2010

Maßnahmen	Kollektiv- entlassung von Arbeitnehmern (in %)	Entlassung einzelner Arbeitnehmer (in %)	(Vorüber- gehende) Entlassung von Arbeitnehmern (in %)	Anpassung der Arbeitszeit (in %)	Anpassung der Löhne von Stellen- inhabern (in %)	Niedrigere Löhne bei Neuein- stellungen (in %)
<b>Irland</b>						
(Viel) weniger schwierig	8	12	13	19	12	27
Unverändert	74	66	69	63	62	53
(Viel) schwieriger	18	22	18	18	26	20
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	-8	-9	-3	3	-12	9
<b>Griechenland</b>						
(Viel) weniger schwierig	42	46	22	42	46	57
Unverändert	57	51	77	49	48	40
(Viel) schwieriger	1	3	1	9	6	3
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	41	43	22	33	40	54
<b>Spanien</b>						
(Viel) weniger schwierig	42	47	29	30	27	33
Unverändert	48	42	55	61	60	58
(Viel) schwieriger	10	11	16	9	13	9
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	33	37	12	21	14	25
<b>Italien</b>						
(Viel) weniger schwierig	13	14	18	16	6	16
Unverändert	72	69	71	71	64	63
(Viel) schwieriger	15	17	11	13	30	21
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	-2	-2	7	3	-24	-5
<b>Zypern</b>						
Viel weniger/weniger schwierig	13	23	18	22	39	33
Unverändert	78	64	77	65	46	62
Schwieriger/viel schwieriger	9	13	5	13	15	5
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	3	10	13	8	23	28
<b>Portugal</b>						
(Viel) weniger schwierig	32	33	31	32	*	*
Unverändert	56	52	59	58	*	*
(Viel) schwieriger	12	15	10	10	*	*
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	20	18	21	22	*	*
<b>Slowenien</b>						
(Viel) weniger schwierig	19	27	*	14	11	17
Unverändert	74	65	*	80	82	76
(Viel) schwieriger	7	8	*	6	8	7
Differenz: weniger schwierig - schwieriger	12	19	*	7	3	10

Quellen: Datenbank zur WDN3-Umfrage; WDN3-Länderberichte und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Prozentsätze wurden aus den gewichteten Antworten auf Fragen gewonnen, um die Gesamtbeschäftigung im Unternehmen widerzuspiegeln, und sind reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Zahlen für Irland sind nicht gewichtet. \* bedeutet: fehlende Angaben.

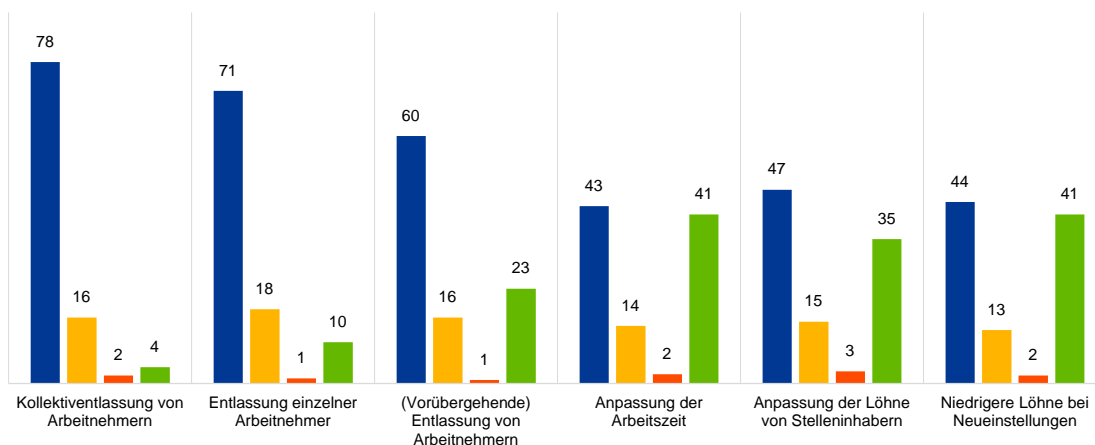
**Die Arbeitsmarktreformen scheinen ein bedeutender Bestimmungsfaktor der identifizierten Veränderungen zu sein, insbesondere in Griechenland und Spanien.**<sup>23</sup> Die in diesen beiden Ländern befragten Unternehmen wiesen darauf hin, dass die Reformen ein wichtiger Grund für die Erleichterung der Arbeitsmarktanpassung waren, während in Spanien auch Veränderungen in der Haltung der Arbeitnehmer eine große Rolle spielten, insbesondere was den Lohnkanal betrifft (siehe Abbildung A). Letzteres lässt sich wohl teilweise durch den starken Anstieg der Arbeitslosenquote in Spanien im Zeitraum von 2010 bis 2013 erklären.

### Abbildung A

Bestimmungsfaktoren der Arbeitsmarktanpassungskanäle in Spanien zwischen 2013 und 2010

(in % der Unternehmen)

- Reform von Arbeitsgesetzen
- Durchsetzung von Gesetzen
- Verhalten der Gewerkschaften
- Haltung der Arbeitnehmer



Quellen: Datenbank zur WDN3-Umfrage, WDN3-Länderberichte für Spanien und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die prozentualen Anteile wurden aus den gewichteten Antworten auf Fragen gewonnen, um die Gesamtbeschäftigung im Unternehmen widerzuspiegeln, und sind reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen.

**In Griechenland wurde die Wahrnehmung der Unternehmen im Hinblick auf Arbeitsmarktanpassungen zwar erheblich durch Strukturreformen beeinflusst, aber auch Veränderungen bezüglich der Durchsetzung von Gesetzen und der Haltung der Arbeitnehmer trugen zu den Verbesserungen bei (siehe Abbildung B).** Dies steht im Einklang mit verschiedenen Arbeitsmarktreformen in Griechenland, einschließlich der Dezentralisierung der Tarifverhandlungen.<sup>24</sup>

Obgleich mit Blick auf die Flexibilität der Arbeitsmarktanpassung in Italien kaum Verbesserungen zu verzeichnen waren (siehe Tabelle), legen die Umfrageergebnisse den Schluss nahe, dass die durchgeführten Arbeitsmarktreformen nach Ansicht einiger Unternehmen die Arbeitsmarktdynamik durchaus beeinflusst haben (siehe Abbildung C).

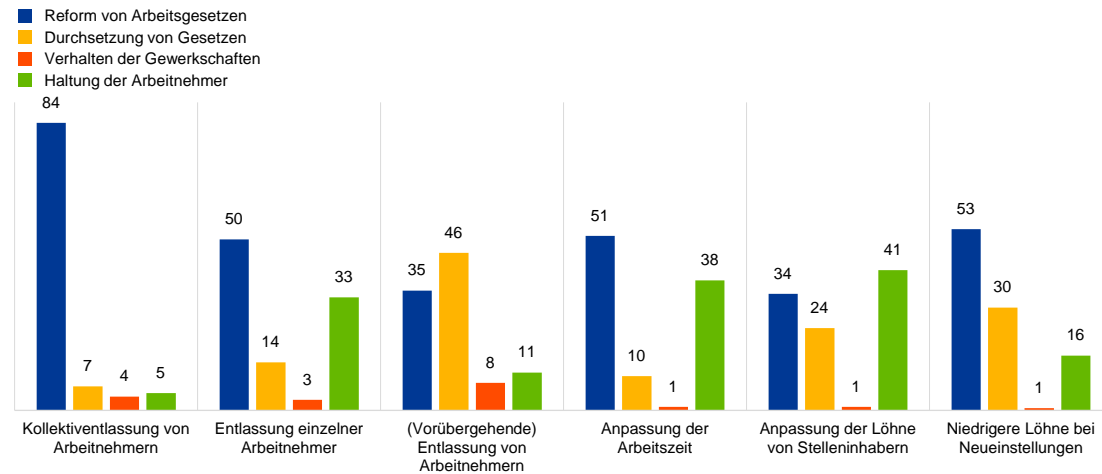
<sup>23</sup> Zu beachten ist, dass in der WDN3-Umfrage nur eine begrenzte Anzahl von Ländern gebeten wurde, konkrete Gründe für Veränderungen hinsichtlich der Leichtigkeit von Arbeitsmarktanpassungen anzugeben.

<sup>24</sup> Siehe J. Visser, a. a. O.

## Abbildung B

### Bestimmungsfaktoren der Arbeitsmarktanpassungskanäle in Griechenland zwischen 2013 und 2010

(in % der Unternehmen)



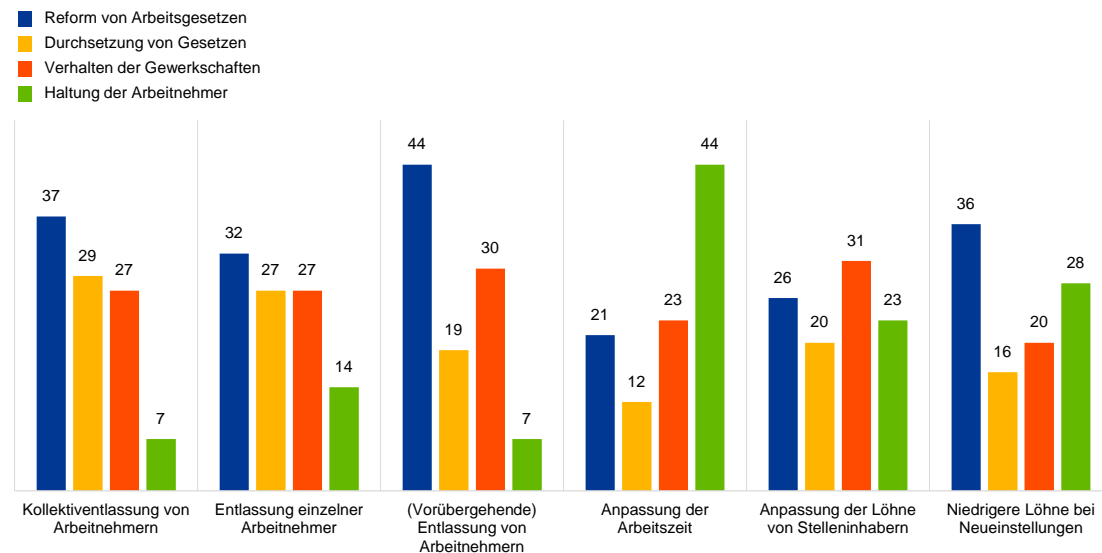
Quellen: Datenbank zur WDN3-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Prozentsätze wurden aus den gewichteten Antworten auf Fragen gewonnen, um die Gesamtbeschäftigung im Unternehmen widerzuspiegeln, und sind reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen.

## Abbildung C

### Bestimmungsfaktoren der Arbeitsmarktanpassungskanäle in Italien zwischen 2013 und 2010

(in % der Unternehmen)



Quellen: Datenbank zur WDN3-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Prozentsätze wurden aus den gewichteten Antworten auf Fragen gewonnen, um die Gesamtbeschäftigung im Unternehmen widerzuspiegeln, und sind reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen.

**Um Arbeitsmarktanpassungen und die Schaffung neuer Arbeitsplätze weiter zu erleichtern, sind glaubwürdige und wirksame Arbeitsmarktreformen unerlässlich.** Die WDN3-Umfrage zeigt, dass es in den Ländern des Euroraums, in denen größere Reformanstrengungen unternommen wurden, für die Unternehmen einfacher wurde, sowohl die Beschäftigung als auch die Löhne anzupassen, was auch den umfassenderen Anpassungsprozess erleichterte. Insgesamt zeigt sich, dass im Anpassungszeitraum auch aufgrund der Lohnflexibilität weniger Entlassungen

vorgenommen wurden. Indikatoren der Arbeitsmarkteffizienz machen zudem deutlich, dass die Länder des Euroraums immer noch weit hinter den erfolgreichsten OECD-Mitgliedstaaten zurückliegen; daher müssen die Euro-Länder allesamt ihre Reformanstrengungen verstärken. Weitere Arbeits- und Gütermarktreforemen sind von entscheidender Bedeutung, wenn es darum geht, in den Euro-Ländern für die notwendige Flexibilität und Anpassungsfähigkeit zu sorgen. Dies ist besonders wichtig angesichts der in den letzten zwei Jahren nachlassenden Reformdynamik in diesen Ländern, die sich zum einen an mehreren Indikatoren ablesen lässt<sup>25</sup> und zum anderen in den sehr begrenzten Fortschritten bei der Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen der Europäischen Kommission zum Ausdruck kommt. Allerdings sollten die Reformen auch der Segmentierung des Arbeitsmarkts entgegenwirken und damit sicherstellen, dass die Anpassung nicht bestimmte Arbeitnehmergruppen, wie Zeitarbeitskräfte oder neu eingestellte Mitarbeiter, über Gebühr belastet. Zugleich ist eine aktive Arbeitsmarktpolitik – die die berufliche Qualifikation, Stellensuche und Beschäftigungsfähigkeit fördert – erforderlich, um Verbesserungen am Arbeitsmarkt zu ermöglichen und die aktuell hohe Arbeitslosigkeit abzubauen. Ein besonderer Fokus sollte dabei auf der Unterstützung von arbeitslosen Jugendlichen und Langzeitarbeitslosen bei der Suche nach Arbeit liegen.

---

## 4 Nominallohnrigiditäten

Im Folgenden wird auf Nominallohnrigiditäten, deren Ursachen und Auswirkungen im Zeitraum von 2010 bis 2013 eingegangen und ein Vergleich zur Vorkrisenzeit (2002-2007) gezogen.

### 4.1 Häufigkeit der Lohnsetzung

**Löhne sind starr und reagieren mit zeitlicher Verzögerung auf Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds; diese Trägheit ist ein entscheidender Einflussfaktor für die Transmission der Geldpolitik.** Anhand der Häufigkeit von Lohnänderungen lässt sich bemessen, wie starr die Löhne sind. In der Fachliteratur und bei der geldpolitischen Analyse kommt diese Messgröße häufig zum Einsatz. Sie ist ein zentrales Element der Kalibrierung herkömmlicher dynamischer stochastischer Gleichgewichtsmodelle mit gestaffelten Anpassungsmechanismen, die bei der monetären Analyse weithin verwendet werden.

**Unternehmen in der EU passen ihre Löhne in der Regel einmal jährlich an. Im Zeitraum von 2010 bis 2013 erfolgte im Durchschnitt alle 17 Monate eine Anpassung.**<sup>26</sup> Im Rahmen der WDN3-Umfrage wurden Unternehmen explizit danach gefragt, wie häufig sie Lohnänderungen in ihrer jeweiligen Hauptberufs-

<sup>25</sup> Siehe den Aufsatz „Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU“ in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

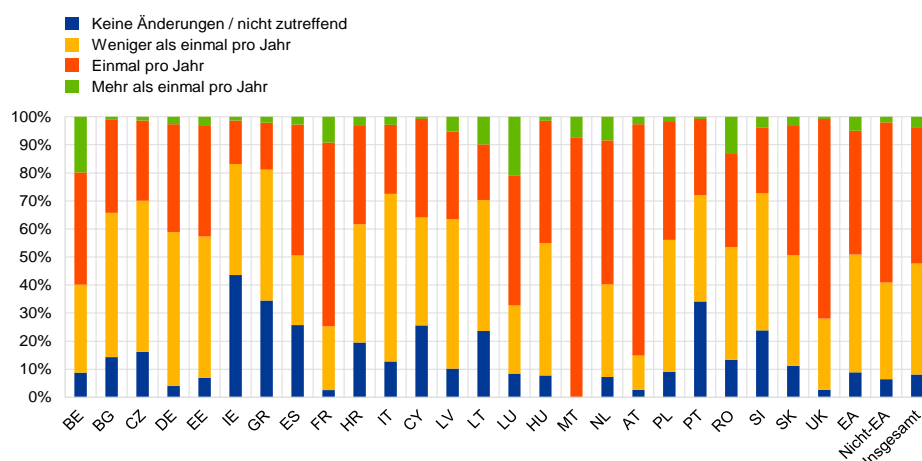
<sup>26</sup> Schätzung nach ähnlicher Methodik wie in der WDN1-Umfrage. Siehe M. Druant et al., How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe, Working Paper Series der EZB, Nr. 1084, August 2009.



gruppe vornehmen. Eine ähnliche Frage war in der WDN1-Umfrage enthalten, sodass ein Vergleich zwischen dem im Betrachtungszeitraum 2010 bis 2013 und dem in der Phase wirtschaftlicher Stabilität vor der Krise (2002-2007) verzeichneten Verhalten der Unternehmen möglich ist. Die Antworten der Firmen sind in Abbildung 4 dargestellt, aufgeschlüsselt nach folgenden Antwortkategorien: a) mehr als einmal pro Jahr, b) einmal pro Jahr und c) weniger als einmal pro Jahr. Rund 48,5 % der Unternehmen in den in der WDN3-Stichprobe erfassten 25 EU-Ländern gaben an, die Grundvergütung ihrer Beschäftigten im Betrachtungszeitraum einmal jährlich zu ändern, während 40 % seltener als einmal pro Jahr eine Lohnanpassung vornahmen und nur 4 % häufiger. Hinter diesen aggregierten Zahlen verbirgt sich eine große Heterogenität auf Länderebene; so schwankte der Anteil der Unternehmen, die ihre Löhne weniger als einmal pro Jahr anpassten, zwischen 60 % in Italien und 12 % in Österreich.<sup>27</sup> Zwischen den einzelnen Sektoren fallen die Unterschiede in der Häufigkeit von Lohnänderungen allerdings deutlich kleiner aus.

**Abbildung 4**  
Häufigkeit von Änderungen der Grundvergütung im Zeitraum von 2010 bis 2013

(in % der Unternehmen; nach Beschäftigung gewichtet)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage.  
Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Daten für Irland sind nicht gewichtet. Die Summen werden aus den Ländern berechnet, deren Zahlen gewichtet sind.

**Gegenüber der Zeit vor der Krise (2002-2007) wurden im Zeitraum von 2010 bis 2013 in den EU-Ländern seltener Lohnänderungen vorgenommen.** Die geschätzte Dauer einer Phase ohne Lohnanpassung betrug 2007 in den damals erfassten Ländern durchschnittlich 15 Monate, verglichen mit 16,8 Monaten im Zeitraum von 2010 bis 2013 in den gleichen Ländern. Auch bezogen auf alle 25 an der WDN3-Umfrage teilnehmenden Staaten blieben die Löhne im Schnitt 17 Monate unverändert. Die allgemein rückläufige Frequenz von Lohnänderungen war in allen Ländern zu beobachten. Die geringe (und sinkende) Häufigkeit bestätigt die

<sup>27</sup> In Malta passen die Unternehmen ihre Löhne aufgrund des Mechanismus zur jährlichen Anpassung der Lebenshaltungskosten (COLA-Mechanismus, d. h. Teilindexierung an die zurückliegende Inflation) mindestens einmal pro Jahr an.

vorherrschende Lohnträgeit, die eine Anpassung an Schocks auf nationaler Ebene hinausgezögert haben dürfte.

**Die zwischen den einzelnen Ländern bestehenden großen Unterschiede in der Häufigkeit von Lohnänderungen im Zeitraum von 2010 bis 2013 lassen sich nicht nur durch institutionelle, sondern auch durch typisch krisenbedingte Merkmale erklären, wie etwa das Auftreten von Schocks und den Widerstand der Unternehmen, trotz dieser Schocks die Löhne zu senken.** Dies wurde im Rahmen einer multivariaten Analyse für die aus 25 Ländern bestehende Stichprobe anhand der WDN3-Umfragedaten formal untersucht. Den Ergebnissen zufolge werden die Grundvergütungen seltener geändert, wenn das Unternehmen Kreditbeschränkungen oder einen Nachfragerückgang verzeichnet und eine Kürzung der Nominallöhne scheut. In Phasen, in denen Lohneschnitte aufgrund der Konjunkturlage tatsächlich angezeigt wären, könnte die Abneigung der Unternehmen gegen eine Senkung der Nominallöhne Lohnänderungen entgegenstehen (stattdessen frieren die Firmen die Löhne lieber ein). Aus der WDN3-Umfrage geht hervor, dass vor allem zahlreiche Nullrunden für die geringere Häufigkeit von Lohnänderungen verantwortlich waren.<sup>28</sup> Institutionelle Besonderheiten am Arbeitsmarkt sind ein weiterer Grund für die zwischen den Ländern bestehenden Unterschiede bezüglich der Lohnstarrheit. Bei Tarifvereinbarungen und internen Maßnahmen zur Inflationsbereinigung werden die Grundvergütungen häufiger geändert.<sup>29</sup>

**Mit zunehmender Konjunkturerholung dürfte die Lohnträgeit letztendlich wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückkehren.** Auf den ersten Blick legt eine stärkere Lohnträgeit nahe, dass die Löhne langsamer auf die wirtschaftliche Erholung reagieren. Dass im Zeitraum von 2010 bis 2013 seltener Lohnanpassungen vorgenommen wurden, scheint jedoch mit der Krise zusammenzuhängen. Es ist daher davon auszugehen, dass die Häufigkeit von Lohnänderungen mit der Zeit (vor allem vor dem Hintergrund abnehmender Nullrunden) wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen wird. Wenngleich die Löhne vor der Krise öfter geändert wurden als während der Krise, deutet auch der Vorkrisenwert auf eine vorherrschende Lohnträgeit und verzögerte Anpassung hin.

## 4.2 Abwärtsrigidität der Löhne

**Die Abwärtsrigidität der Nominallöhne bezeichnet die Scheu der Unternehmen, Einschnitte bei den Nominallöhnen vorzunehmen, und/oder die Weigerung der Arbeitnehmer, solche Kürzungen zu akzeptieren.** Die Bestimmung erfolgt in der Regel auf Basis der Nullrunden beim Nominallohn. Eine abwärtsgerichtete Nominallohnstarrheit verhindert Lohnkürzungen, d. h., die Unternehmen belassen die Grundvergütungen selbst dann unverändert, wenn eine Senkung angesichts der wirtschaftlichen Lage gerechtfertigt wäre. In allen drei WDN-Umfragen wurden

<sup>28</sup> Siehe Abschnitt 4.2 zur Abwärtsrigidität der Nominallöhne.

<sup>29</sup> Diese Ergebnisse stehen mit jenen der WDN1-Umfrage für die Vorkrisenzeit (2002-2007) im Einklang. Siehe M. Druant et al., Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness, in: Labour Economics, Bd. 19, Ausgabe 5, Oktober 2012, S. 772-782.

Informationen darüber erhoben, ob die Unternehmen die Grundvergütung eines Teils ihrer Beschäftigten gekürzt oder eingefroren haben und wie hoch der Anteil der betroffenen Arbeitnehmer war. Babecký et al. haben die Ergebnisse im Hinblick auf die Abwärtsrigidität der Nominallöhne für den Zeitraum von 2002 bis 2007 zusammengefasst.<sup>30</sup> Fabiani et al. haben anhand der WDN2-Umfragedaten nachgewiesen, wie die Lohnstarrheit Unternehmen dazu veranlasste, als Reaktion auf die Schocks in den Jahren 2008 und 2009 eine Anpassung ihrer Arbeitskräfte vorzunehmen.<sup>31</sup> Nachfolgend werden die im Rahmen der WDN3-Umfrage gewonnenen Erkenntnisse zur abwärtsgerichteten Rigidität der Nominallöhne für den Zeitraum 2010 bis 2013 dargestellt.

### **Ein zentrales Ergebnis der drei WDN-Umfragen ist, dass Kürzungen der nominalen Grundvergütung in europäischen Unternehmen extrem selten sind.**

In den fünf Jahren bis 2007 hatten nur etwa 2,3 % der Firmen in den untersuchten Ländern Lohnkürzungen vorgenommen. Während der akuten Phase der Krise, d. h. im zweiten Halbjahr 2008 und in der ersten Jahreshälfte 2009, kürzten lediglich 3,2 % der befragten Unternehmen ihre Löhne.<sup>32</sup> Aus der WDN3-Umfrage geht hervor, dass nur 4 % der Firmen im Zeitraum von 2010 bis 2013 zumindest einmal die Löhne senkten.<sup>33</sup> Nach Ländern aufgeschlüsselt sind jedoch signifikante Unterschiede festzustellen. So nahmen 2013 rund 55 % der griechischen Unternehmen Lohnkürzungen vor, gefolgt von 37 % in Zypern und 25 % in Kroatien. Im Gegensatz dazu senkten weniger als 2 % der Firmen in Belgien, Frankreich, Italien, Luxemburg, Ungarn und den Niederlanden die Löhne. Im Zeitraum von 2008 bis 2009 bildete Estland mit 40 % der Firmen bzw. 30 % der Arbeitnehmer die Ausnahme. Dies deutet insgesamt darauf hin, dass Nominallohnkürzungen nur bei schweren wirtschaftlichen Problemen erfolgen. Tatsächlich ist die Art und Intensität der Schocks, mit denen Unternehmen konfrontiert werden, ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Neigung zu Lohnkürzungen, was zumindest teilweise die nationalen Unterschiede erklärt. Ein erster Blick auf die Daten zeigt, dass rund 8 % der Unternehmen, die einen Nachfragerückgang verzeichneten, ihre Grundvergütungen verringerten (gegenüber 4 % im Durchschnitt). Bei Firmen, die sich zudem Kreditbeschränkungen gegenüber sahen, erhöht sich dieser Wert auf 12 %. Unternehmen, die einem starken Nachfrageschock wie auch Kreditrestriktionen unterworfen waren, weisen mit 18 % den höchsten Anteil auf.

### **Der Anteil der Unternehmen, die eigenen Angaben zufolge die Löhne eingefroren haben, stieg mit Ausbruch der Krise drastisch an und ging im**

<sup>30</sup> Siehe J. Babecký et al., Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms, in: The Scandinavian Journal of Economics, Bd. 112, Ausgabe 4, Dezember 2010, S. 884-910.

<sup>31</sup> Siehe M. Druant et al., How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe, Working Paper Series der EZB, Nr. 1084, August 2009.

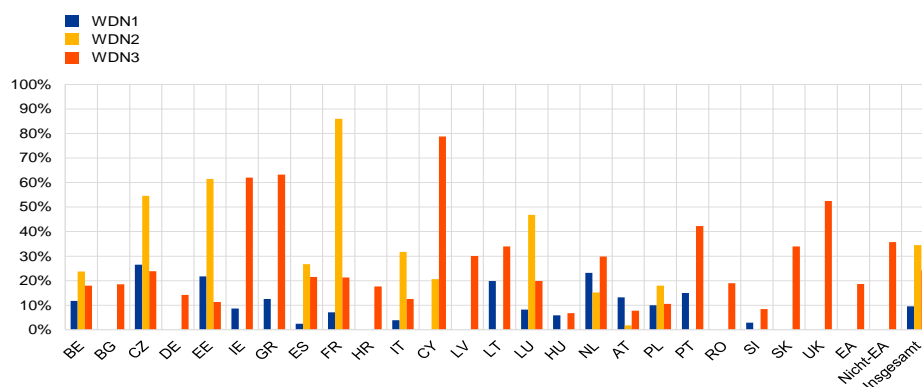
<sup>32</sup> Der geringe Anteil der Unternehmen, die nach eigenen Angaben im Jahr 2007 nominale Lohnkürzungen vornahmen, weist nicht zwangsläufig auf eine abwärtsgerichtete Nominallohnrigidität hin, sondern kann auch schlicht auf das Fehlen eines hinreichend großen Schocks als Auslöser zurückzuführen sein. Dies ist ab 2009 nicht mehr der Fall.

<sup>33</sup> Auch die Zahl der von Lohnkürzungen betroffenen Arbeitnehmer ist sehr gering. In der Zeit vor der Krise (2002-2007) mussten im Durchschnitt nur rund 0,2 % der Arbeitnehmer pro Jahr niedrigere Löhne hinnehmen. In den Jahren 2008 und 2009 stieg dieser Anteil ungeachtet der Tiefe des Schocks nur moderat an, und zwar auf 1,8 %. Im Zeitraum von 2010 bis 2013 wurden ebenfalls nur sehr selten Lohnkürzungen vorgenommen, von denen 0,4 % bis 0,8 % der Arbeitnehmer pro Jahr betroffen waren.

**Zeitraum von 2010 bis 2013 wieder leicht zurück.** In der WDN1-Umfrage gaben 9,6 % der befragten Firmen an, in der Zeit von 2002 bis 2007 mindestens einmal die Grundvergütungen eingefroren zu haben. Dieser Wert erhöhte sich im Zeitraum 2008 bis 2009 beträchtlich. So belief sich der entsprechende Anteil in der WDN2-Umfrage auf 34,5 %, und weitere 35 % erklärten, für die Zukunft Nullrunden in Betracht zu ziehen. In der WDN3-Umfrage lag der Anteil der Unternehmen, die in der Zeit von 2010 bis 2013 mindestens einmal die Grundvergütungen eingefroren hatten, bei 24 % (siehe Abbildung 5).<sup>34</sup> Die Evidenz für Nullrunden und die nur selten vorkommenden Lohnkürzungen lassen auf eine abwärtsgerichtete Rigidität der Nominallöhne schließen, die trotz der Intensität und Dauer der Krise insgesamt auch im Zeitraum von 2010 bis 2013 noch Bestand hatte, wenngleich sie ihren Höchststand in den ersten Krisenjahren (2008-2009) erreicht zu haben schien. Auch was die Nullrunden betrifft, scheint es im jüngsten Betrachtungszeitraum erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern zu geben. So waren die Unternehmen in Irland, Griechenland und Zypern in diesem Zeitraum eher geneigt, die Grundvergütungen einzufrieren (siehe Abbildung 5). Die Heterogenität bei Nullrunden und Lohnkürzungen ist über die verschiedenen Sektoren und Unternehmensgrößen hinweg nicht so ausgeprägt wie zwischen den Ländern. Im Baugewerbe gab es vermutlich die wenigsten Nullrunden, wobei zu bedenken ist, dass die Branche zuvor bereits einen drastischen Stellenabbau hinnehmen musste. Vorläufige Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass nicht nur die Art und Intensität der Schocks, sondern auch institutionelle und firmenspezifische Merkmale bei den länder-spezifischen Unterschieden in Bezug auf die abwärtsgerichtete Nominallohnstarrheit eine Rolle spielen.

**Abbildung 5**  
Anteil der Unternehmen, die ihre Löhne eingefroren haben

(in % der Unternehmen; nach Beschäftigung gewichtet)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN1-Umfrage (2002-2007), der WDN2-Umfrage (2008-2009) bzw. der WDN3-Umfrage (2010-2013).

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Summen werden für die Länder berechnet, deren Zahlen gewichtet sind. Die Werte der WDN1-, WDN2- bzw. WDN3-Umfrage beziehen sich auf mindestens einmal im jeweiligen Zeitraum (d. h. 2002-2007, 2008-2009 und 2010-2013) festgelegte Nullrunden.

<sup>34</sup> Im Zeitraum von 2010 bis 2013 froren 18 % der befragten Unternehmen in den von der WDN1-Umfrage abgedeckten Ländern die Grundvergütungen mindestens einmal ein.

**In der aktuellen Erholungsphase stellt die Abwärtsrigidität der Nominallöhne weiterhin ein zentrales Problem dar, da sie Lohnerhöhungen dämpfen dürfte.**

Unternehmen erhöhen die Löhne wahrscheinlich weniger stark, wenn eine abwärtsgerichtete Nominallohnstarrheit vorliegt. Dies kann in einer Niedriginflationsphase, wie sie derzeit besteht, Zweitrundeneffekte auslösen und den Lohnanstieg in der Folge weiter begrenzen. Elsby sowie Stüber und Beißinger etwa argumentieren, dass eine Steigerung der Nominallöhne zwar zu vermehrten Anstrengungen und einer höheren Produktivität der Arbeitnehmer führe, eine Lohnsenkung in der gleichen Größenordnung allerdings eine stärkere Abnahme der Bemühungen und der Produktivität bewirke, sodass es zulasten der Produktivität der Unternehmen gehe, wenn Lohnerhöhungen wieder rückgängig gemacht würden.<sup>35</sup> Dementsprechend heben vorausschauende Unternehmen bei einer bestehenden Abwärtsrigidität die Nominallöhne nur moderat an.<sup>36</sup>

### 4.3 Weitere Kanäle zur Verringerung der Lohnkosten von Unternehmen: Sonderzahlungen und Nebenleistungen

**Die Bedeutung der abwärtsgerichteten Nominallohnstarrheit hängt auch davon ab, ob die Unternehmen neben der Grundvergütung noch über andere Margen zur Anpassung der Arbeitskosten verfügen.** So lässt sich die Abwärtsrigidität der Grundvergütungen durch die Einbeziehung „flexibler Lohnkomponenten“ in die Gesamtlohnsumme (teilweise) ausgleichen. Sonderzahlungen und Nebenleistungen sind hierfür die wichtigsten Beispiele. Während die Unternehmen eine Absenkung der Grundvergütungen aus verschiedenen Gründen meiden, gilt eine Kürzung der Sonderzahlungen als eher hinnehmbar.<sup>37</sup> Die WDN1-Umfrage ermöglichte es, die Bedeutung verschiedener flexibler Lohnkomponenten zu untersuchen.<sup>38</sup> Die WDN3-Umfrage stellt auf die Nutzung von Sonderzahlungen und Nebenleistungen ab.

<sup>35</sup> Siehe M. Elsby, Evaluating the economic significance of downward nominal wage rigidity, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 56, Ausgabe 2, März 2009, S. 154-169, sowie H. Stüber und T. Beißinger, Does downward nominal wage rigidity dampen wage increases?, in: European Economic Review, Bd. 56, Ausgabe 4, Mai 2012, S. 870-887.

<sup>36</sup> Die beiden wichtigsten Gründe für die Scheu der Unternehmen, die Nominallöhne zu senken, sind der Fachliteratur zufolge a) die Annahme, dass Nominallohnkürzungen die Arbeitsmoral und den Arbeitseinsatz beeinträchtigen können, und b) die Möglichkeit, dass die produktivsten Arbeitskräfte infolgedessen das Unternehmen verlassen. Siehe hierzu T. Bewley, Why Wages Don't Fall During a Recession, Harvard University Press, 1999, sowie J. Babecký et al., Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms, in: The Scandinavian Journal of Economics, Bd. 112, Ausgabe 4, Dezember 2010, S. 884-910.

<sup>37</sup> Ob Sonderzahlungen auch dazu verwendet werden können, der geringeren Häufigkeit von Lohnanpassungen (oder einer gestaffelten Lohnsetzung) entgegenzuwirken, hängt wiederum von deren Häufigkeit ab.

<sup>38</sup> Die WDN1-Umfrage liefert für 13 EU-Länder Informationen über die Nutzung folgender Kanäle zur Anpassung der Lohnkosten: Sonderzahlungen und Nebenleistungen, geringere Beförderungsquote, vorzeitiger Ruhestand, Veränderungen der Arbeitsschichten oder Schichtzulagen sowie kostengünstigere Neueinstellungen. Siehe J. Babecký et al., How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?, in: Labour Economics, Bd. 19, Ausgabe 5, Oktober 2012, S. 792-801.

**Tabelle 2****Sonderzahlungen: Länderüberblick 2013**

Land	Unternehmen mit Sonderzahlungen (in %)	Nicht an Bedingungen geknüpfte Sonderzahlungen in % der Gesamtbezüge	An Bedingungen geknüpfte Sonderzahlungen in % der Gesamtbezüge
Belgien	61,1	3,2	5,3
Bulgarien	55,8	5,2	9,4
Tschechische Republik	84,1	10,1	12,0
Deutschland	72,9	5,2	7,2
Estland	79,6	12,9	16,3
Irland	41,6	3,5	8,5
Griechenland	59,6	4,9	8,2
Spanien	56,3	4,5	7,9
Frankreich	79,2	5,6	7,1
Kroatien	54,8	4,5	8,1
Italien	77,4	5,6	7,3
Zypern	54,2	4,2	7,7
Lettland	73,0	9,1	12,4
Litauen	83,2	13,1	15,7
Luxemburg	51,3	4,0	7,7
Ungarn	69,2	9,2	13,4
Malta	61,7	3,5	5,7
Niederlande	58,2	4,1	7,0
Österreich	79,4	5,0	6,3
Polen	86,6	13,1	15,1
Portugal	99,0	24,9	25,1
Rumänien	59,4	5,8	9,8
Slowenien	85,3	10,4	12,2
Slowakei	93,2	15,1	16,2
Vereinigtes Königreich	75,3	7,7	10,2
Euro-Währungsgebiet	73,5	6,2	8,4
Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets	75,9	8,8	11,6
Insgesamt	74,3	7,0	9,4
Insgesamt (WDN1-Länder)	75,5	7,4	9,9

Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Mitarbeitern wurden nicht berücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die WDN3-Angaben für Irland sind nicht gewichtet. Die Summen werden aus den Ländern berechnet, deren Zahlen gewichtet sind. Zur Berechnung des Anteils der nicht an Bedingungen geknüpften Sonderzahlungen an den Gesamtbezügen wurden alle Unternehmen (auch jene, die keine Sonderzahlungen leisten) herangezogen. Zur Berechnung des Anteils der an Bedingungen geknüpften Sonderzahlungen an den Gesamtbezügen wurden nur die Unternehmen, die Sonderzahlungen leisten, herangezogen.

**Sonderzahlungen und Nebenleistungen sind im Vergleich zu der Zeit vor der Krise stark zurückgegangen.** Der durchschnittliche Anteil der Sonderzahlungen an den gesamten Lohnkosten der im Jahr 2007 befragten Unternehmen belief sich auf 11 % und sank dann in der Ländergruppe, die an der WDN1-Umfrage teilnahm, auf 7,4 % im Jahr 2013.<sup>39</sup> Für die 25 an der WDN3-Umfrage beteiligten Länder ergab sich ein Durchschnitt von 7 %. Der geringere Anteil der Sonderzahlungen und

<sup>39</sup> Siehe Tabelle 2. Unter den Unternehmen, die Sonderzahlungen gewährten, lagen die entsprechenden Werte bei 16 % im Jahr 2007 bzw. 10 % im Jahr 2013.

Nebenleistungen an der Lohnsumme könnte auf das 2013 gegenüber der Vorkrisenperiode (2002-2007) schwächere Wirtschaftswachstum zurückzuführen sein, spricht aber auch für eine gestiegene Bedeutung von Sonderzahlungen für die Arbeitskostenflexibilität der Unternehmen.

**Unternehmen mit abwärtsgerichteter Nominallohnstarrheit neigen eher dazu, zur Senkung ihrer Arbeitskosten Sonderzahlungen und Nebenleistungen zu nutzen.** Im Rahmen der WDN3-Umfrage sollten die Unternehmen angeben, ob sie im Zeitraum von 2010 bis 2013 Sonderzahlungen und Nebenleistungen als Anpassungsmechanismus zur Verringerung der Arbeitskosten einsetzten. Aus einer Regressionsanalyse auf Basis der WDN3-Umfragedaten geht hervor, dass Unternehmen mit Nominallohnrigiditäten eher geneigt sind, zur Anpassung ihrer Arbeitskosten Sonderzahlungen zu kürzen. Dies bestätigt, dass im betrachteten Zeitraum zwischen der Lohnflexibilität und der Flexibilität von Sonderzahlungen ein gewisses Maß an Substituierbarkeit bestand. Ähnliches war anhand der Angaben aus der WDN1-Umfrage auch für den Zeitraum von 2002 bis 2007 festzustellen.

**Die Ergebnisse zeigen, dass Sonderzahlungen und Nebenleistungen in der Zeit von 2010 bis 2013 dazu dienten, Schocks abzufedern.** Bei Nachfrageschocks und Kreditschocks kommt es jeweils zu einer verstärkten Nutzung flexibler Lohnkomponenten als Mittel der Kostenanpassung. Darüber hinaus stützt die Regressionsanalyse die Auffassung, dass der Einsatz von Sonderzahlungen und Nebenleistungen nicht vom gewerkschaftlichen Organisationsgrad beeinflusst wird; bei der Kürzung von Sonderzahlungen dürfte es sich daher um eine Strategie handeln, die außerhalb formeller Tarifverhandlungen entwickelt wird.

## Kasten 2

Sektorale Lohn-Phillips-Kurven: Einsatz von Mikrodaten aus der WDN3-Umfrage zur Ableitung von Informationen über den Verlauf dieser Kurven

---

**Mithilfe des vorliegenden Kastens sollen die unterschiedlichen Verläufe der Lohn-Phillips-Kurve in den einzelnen Ländern und Sektoren ergründet werden, die auf Strukturmerkmale der Arbeitsmärkte zurückzuführen sind.** Daten zur Entwicklung der Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet auf Länder- und Sektorebene wurden mit Informationen aus der WDN3-Umfrage kombiniert, um eine Erklärung für einen speziellen Aspekt der Lohnstarrheit zu liefern, nämlich die Reagibilität des Lohnwachstums auf eine wirtschaftliche Unterauslastung. Es wurden länder- und sektorspezifische Lohn-Phillips-Kurven geschätzt, wobei das Hauptaugenmerk auf dem Steigungskoeffizienten der Phillips-Kurve lag, in welchem die Reagibilität des Lohnanstiegs auf die konjunkturelle Unterauslastung zum Ausdruck kommt. Aus dem Verlauf der Phillips-Kurve lässt sich ablesen, wie starr die Löhne sind,<sup>40</sup> was wiederum von einer Vielzahl von Faktoren abhängt, die in der Fachliteratur bereits weithin untersucht wurden. Die Daten aus der WDN3-Erhebung wurden herangezogen, um diesen Faktoren Rechnung zu tragen und zu analysieren, inwieweit sich damit die geschätzte Reagibilität des Lohnwachstums auf die Unterauslastung erklären lässt.

---

<sup>40</sup> Je starrer die Löhne sind, desto kleiner ist der Steigungskoeffizient und desto flacher fällt die Phillips-Kurve aus.

**Der länder- und sektorspezifische Ansatz liefert wertvolle Erkenntnisse über die Grundstruktur der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet.** Die einzelnen Sektoren können anhand eines bestimmten Grads an wirtschaftlicher Unterauslastung sowie unterschiedlicher Merkmale der Arbeitsmärkte (z. B. der Zusammensetzung der Arbeitnehmer oder der Arbeitsmarktinstitutionen), die sich auf die Lohnentwicklung auswirken, beschrieben werden. Die Heterogenität ist seit der Krise besonders auffällig, da nicht alle Sektoren in gleicher Weise betroffen waren.<sup>41</sup> Durch Schätzung der Phillips-Kurve anhand sektoraler statt aggregierter Daten und ihrer Verknüpfung mit den Angaben aus der WDN3-Umfrage zu den Charakteristika der Unternehmen und Arbeitsmärkte konnte diese Heterogenität erfasst werden. Auf diese Weise war es möglich zu beurteilen, wie sich die je nach Land und Sektor unterschiedlichen Merkmale der Arbeitsmärkte auf die Reagibilität des Lohnwachstums auf die Unterauslastung auswirkten.

**Die Spezifikation der Lohn-Phillips-Kurve verknüpfte die Lohnsteigerung mit einer sektoralen Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung<sup>42</sup>, dem sektoralen Produktivitätswachstum und den Inflationserwartungen in den einzelnen Ländern.** Die Regressionen der Phillips-Kurve wurden in den Ländern des Euroraums jeweils für fünf Sektoren durchgeführt (insgesamt 93 Regressionen). Diese Sektoren wurden analog zur WDN3-Umfrage kategorisiert: a) verarbeitendes Gewerbe, b) Energie- und Wasserversorgung, c) Baugewerbe, d) unternehmensnahe Dienstleister und Handel<sup>43</sup> sowie e) Kredit- und Versicherungsgewerbe.

**Die anhand der länder- und sektorspezifischen Regressionen der Lohn-Phillips-Kurve geschätzten Steigungskoeffizienten wiesen erwartungsgemäß mehrheitlich ein positives Vorzeichen auf.** Für den zweiten Teil der Analyse – unter Verwendung der Daten aus der WDN3-Erhebung – wurden allerdings nur Steigungskoeffizienten der Phillips-Kurven herangezogen, bei denen alle geschätzten Koeffizienten der erklärenden Variablen die theoretisch erwarteten Vorzeichen aufwiesen.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Siehe EZB, Euro area labour markets and the crisis, Occasional Paper Series, Nr. 138, Oktober 2012, sowie EZB, Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets, Occasional Paper Series, Nr. 159, Februar 2015.

<sup>42</sup> Als Messgröße der sektorspezifischen Unterauslastung dient die sektorale Wertschöpfungslücke, die als Zuwachsrate der Wertschöpfung im Verhältnis zu ihrem langfristigen gleitenden Durchschnitt berechnet wird.

<sup>43</sup> Im eigentlichen WDN3-Datensatz werden „unternehmensnahe Dienstleister“ und „Handel“ getrennt voneinander betrachtet. Hier werden die beiden Kategorien aus Gründen der Konsistenz mit den zur Schätzung der Lohn-Phillips-Kurve verfügbaren sektoralen Daten zusammengefasst.

<sup>44</sup> Ein ähnlicher Ansatz (bei dem nur „Modelle mit ‚korrekten‘ Parametervorzeichen“ zur Anwendung kamen) wurde von der Deutschen Bundesbank in einem ihrer Monatsberichtsbeiträge verfolgt. Siehe Deutsche Bundesbank, Die Phillips-Kurve als Instrument der Preisanalyse und Inflationsprognose in Deutschland, Monatsbericht, April 2016, S. 31-46.



**In der Fachliteratur werden mehrere Faktoren beschrieben, die einen Einfluss auf die Lohnstarrheit haben, was sich wiederum auf den Verlauf der Lohn-Phillips-Kurve auswirkt.**<sup>45</sup>

Hierzu gehören die Unternehmensgröße<sup>46</sup>, der Anteil hochqualifizierter Mitarbeiter sowie von Büroangestellten im Unternehmen<sup>47</sup>, der Anteil der arbeitsbezogenen Kosten des Unternehmens<sup>48</sup>, das Vorhandensein alternativer Instrumente der Kostenanpassung (Sonderzahlungen usw.)<sup>49</sup>, der Grad der Indexierung und die Häufigkeit von Lohnanpassungen<sup>50</sup> sowie der Einsatz von Gehaltskürzungen und Nullrunden<sup>51</sup>. All diese Faktoren konnten mithilfe der Antworten aus der WDN3-Umfrage näherungsweise bestimmt werden. Die geschätzten Steigungskoeffizienten wurden mittels Querschnittsregression auf die Variablen aus der WDN3-Erhebung regressiert.

Regressionsergebnisse: Einflussfaktoren der Reagibilität des Lohnwachstums auf eine wirtschaftliche Unterauslastung

	Reagibilität des Lohnwachstums auf eine wirtschaftliche Unterauslastung
Unternehmensgröße	0,2413*
Anteil hochqualifizierter Mitarbeiter	-0,0174**
Anteil von Büroangestellten	-0,0042
Anteil der Arbeitskosten an den Gesamtkosten	0,0229
Anteil der Sonderzahlungen an der Lohnsumme	0,0022
Inflationsindexierung der Grundvergütungen	-0,7006*
Häufigkeit von Änderungen der Grundvergütung	0,0854
Einsatz von Gehaltsnullrunden	-0,0032
Einsatz von Gehaltskürzungen	0,0083**
Konstante	1,7386
R2	60,6

Quelle: Ergebnisse der WDN3-Umfrage.  
Anmerkung: \* p-Wert <0,05, \*\* p-Wert <0,1.

**Die Unternehmensgröße, der Anteil hochqualifizierter Mitarbeiter und der Anteil der von Gehaltskürzungen betroffenen Beschäftigten hatten allesamt einen signifikanten Einfluss auf die Reagibilität des Lohnwachstums auf die Unterauslastung, und die Vorzeichen entsprachen der Wirtschaftstheorie (siehe Tabelle).** So bestand vor allem zwischen der Lohnflexibilität (und damit dem Verlauf der Phillips-Kurve) und dem Anteil der hochqualifizierten Mitarbeiter eine negative Beziehung, was sich durch die hohen Kosten für deren Anwerbung und Schulung erklären lässt. Dies führt tendenziell dazu, dass Gehaltskürzungen für diese Arbeitnehmer nur in begrenztem Maße möglich sind und somit die Lohnflexibilität verringert wird. Es gibt mehrere Gründe, weshalb die Löhne bei großen Unternehmen in der Tendenz flexibler

sind: a) Bei Großunternehmen werden eher Tarifvereinbarungen auf Firmenebene getroffen, die im Allgemeinen als flexibler gelten als außerhalb des Unternehmens geschlossene Tarifverträge;

<sup>45</sup> Eine weiterführende Analyse darüber, wie institutionelle Rigiditäten – etwa Arbeits- und Gütermarktinstitutionen und -regulierungen – die Reagibilität der Löhne im Eurogebiet auf die Arbeitslosigkeit verringern können, findet sich in Kasten 4 des Aufsatzes „Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU“ in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

<sup>46</sup> Siehe P. Du Caju et al., Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition, Working Paper Series der EZB, Nr. 1006, Februar 2009, sowie M. Druant et al., Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness, in: Labour Economics, Bd. 19, Ausgabe 5, Oktober 2012, S. 772-782.

<sup>47</sup> Siehe J. Messina et al., The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach, Working Paper Series der EZB, Nr. 1213, Juni 2010, sowie M. Druant et al., a. a. O.

<sup>48</sup> Siehe M. Druant et al., a. a. O.

<sup>49</sup> Siehe J. Messina et al., a. a. O., sowie M. Druant et al., a. a. O.

<sup>50</sup> Siehe EZB, Die Phillips-Kurven-Beziehung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2014.

<sup>51</sup> Siehe J. Babecký et al., Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms, in: The Scandinavian Journal of Economics, Bd. 112, Ausgabe 4, Dezember 2010, S. 884-910, sowie P. Du Caju et al., a. a. O.

b) die Vergütungsstrukturen sind hier komplexer; c) es werden häufig zusätzliche Lohnkomponenten angeboten, die zur Lohnflexibilität beitragen; und d) es gibt in diesem Bereich eine tendenziell stärkere Lohnstreuung. Die Scheu der Unternehmen vor Lohnkürzungen wird in der Regel als Definitionsmerkmal für eine Abwärtsrigidität bei den Nominallöhnen herangezogen. Insofern deutet ein höherer Anteil an Beschäftigten, bei denen tatsächlich Gehaltskürzungen vorgenommen wurden, auf eine geringere Lohnstarrheit hin.

**Der Effekt der Indexierung der Grundvergütungen an die Inflation war im aktuellen Fall schwer auszumachen, da in der WDN3-Erhebung nicht abgefragt wurde, ob die Löhne an die Inflationsentwicklung der Vergangenheit (im Einklang mit der gängigen Auslegung des Begriffs Indexierung) oder an die Inflationserwartungen für die Zukunft indexiert wurden.**

Allerdings könnte das negative Vorzeichen des Indexierungskoeffizienten dafür sprechen, dass die Indexierung – sofern wirksam – für die Lohnsetzung ausschlaggebend ist, und zwar unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung.

**Die geschätzten Koeffizienten des Anteils der Büroangestellten und der von Gehaltsnullrunden betroffenen Beschäftigten sowie des Anteils der Sonderzahlungen an der Lohnsumme des Unternehmens wiesen zwar Vorzeichen auf, die den Erkenntnissen der Wirtschaftstheorie und der Fachliteratur entsprechen, waren jedoch nicht signifikant.**

Es fällt daher schwer, Schlüsse hinsichtlich ihres Einflusses auf den Verlauf der Phillips-Kurve zu ziehen. Allerdings könnte ihre Insignifikanz darauf zurückzuführen sein, dass die Stichprobengröße aufgrund der Datenverfügbarkeit begrenzt war. Ein weiterer Grund lag möglicherweise darin, dass die Lohn-Phillips-Kurve über den Zeitraum von 1997 bis 2014 geschätzt wurde, als Grundlage für die Querschnittsregression aber nur Daten aus der WDN3-Umfrage (d. h. für den Zeitraum von 2010 bis 2013) verwendet werden konnten. Dies könnte beispielsweise die Insignifikanz des Anteils der von Nullrunden betroffenen Arbeitnehmer erklären. So stieg dieser Anteil während der Krise deutlich an, doch spiegelte sich die Veränderung in der über den längeren Zeitraum geschätzten Phillips-Kurve möglicherweise nicht vollständig wider.

**Unter dem Strich macht die in diesem Kasten vorgestellte Analyse deutlich, dass die Ergebnisse der WDN3-Umfrage zu den Merkmalen der Unternehmen und des Arbeitsmarkts die Unterschiede in der Reagibilität der Lohnentwicklung auf eine konjunkturelle Unter- auslastung auf Sektor- und Länderebene teilweise erklären können.**

Ungeachtet der Einschränkungen bezüglich der Datenverfügbarkeit und der Stichprobenerstellung liefert die Untersuchung wertvolle Informationen darüber, welche unternehmens- und arbeitsmarkt-spezifischen Charakteristika für die Reagibilität der Löhne auf die Arbeitsmarktlage offenbar von Belang sind. Mithilfe dieser Erkenntnisse kann die EZB ein besseres Verständnis der Wachstumsdynamik der Löhne in aggregierter Betrachtung erlangen, was in der aktuellen Situation einer verhaltenen Lohnentwicklung besonders wichtig ist.

## 5 Schlussbemerkungen

**Das Verständnis von Lohnrigiditäten ist für die effektive Durchführung der Geldpolitik und die Konzeption angemessener Maßnahmen zur Erleichterung makroökonomischer Anpassungen von entscheidender Bedeutung.** Der vorliegende Aufsatz trägt auf Basis der Ergebnisse der WDN3-Umfrage, einer kürzlich in 25 EU-Ländern durchgeführten Erhebung auf Unternehmensebene, zu einem besseren Verständnis der Lohnstarrheit in der Europäischen Union nach der Großen Rezession, d. h. im Zeitraum von 2010 bis 2013, bei. Aus den Ergebnissen lassen sich mehrere vorläufige Schlussfolgerungen ziehen.

**Erstens passen Unternehmen in der EU ihre Löhne in der Regel einmal jährlich an.** Rund 49 % der Unternehmen in den 25 untersuchten EU-Ländern haben nach eigenen Angaben im Zeitraum von 2010 bis 2013 die Grundvergütungen ihrer Beschäftigten einmal pro Jahr angepasst, während 40 % der Firmen dies weniger häufig taten.

**Zweitens wurden im Zeitraum von 2010 bis 2013 in den EU-Ländern seltener Lohnänderungen vorgenommen als in der Zeit vor der Krise (2002-2007).** Dies ist offenbar zumindest teilweise auf den Widerstand der Unternehmen gegen eine Senkung der Grundvergütungen, d. h. auf die bestehende Nominallohnstarrheit, zurückzuführen.

**Drittens herrschte im Zeitraum von 2010 bis 2013 trotz der Dauer und Intensität der Krise tatsächlich eine abwärtsgerichtete Nominallohnstarrheit vor, wenn auch in geringerem Maße als in den Jahren 2008 und 2009.** Eine Kürzung der nominalen Grundvergütungen wird in europäischen Firmen sehr selten vorgenommen, was auch für die Krisenphase gilt. Unterdessen stieg der Anteil der Unternehmen, die eigenen Angaben zufolge die Grundvergütungen eingefroren haben, mit der Krise drastisch an, erreichte seinen Höchststand in den Jahren 2008 und 2009 und ging in der Zeit von 2010 bis 2013 wieder zurück.

**Viertens bestätigen die Ergebnisse der WDN3-Umfrage, dass im Zeitraum von 2010 bis 2013 zwischen der Lohnflexibilität und der Flexibilität der Sonderzahlungen ein gewisses Maß an Substituierbarkeit bestand.** Unternehmen mit abwärtsgerichteter Nominallohnstarrheit sind eher geneigt, zur Verringerung ihrer Arbeitskosten Sonderzahlungen und Nebenleistungen zu kürzen; dies kann dazu beitragen, die mit der Lohnrigidität verbundene Beschränkung auszugleichen. Die Ergebnisse deuten zudem darauf hin, dass Sonderzahlungen und Nebenleistungen im Zeitraum von 2010 bis 2013 (wahrscheinlich in moderatem Umfang) dazu dienten, Schocks abzufedern.

**Fünftens berichtete ein Großteil der Unternehmen in den Ländern, in denen Arbeitsmarktreformen umgesetzt wurden (vor allem in den finanziell angeschlagenen Staaten, die am stärksten von der Krise betroffen waren), dass es 2013 im Vergleich zu 2010 einfacher gewesen sei, Beschäftigung und Löhne anzupassen.**

**Derzeit werden weitere Analysen durchgeführt, um ein umfassenderes Verständnis dieser Lohnrigiditäten und der sich daraus ergebenden Konsequenzen zu erlangen.** Zu den wichtigsten Forschungszielen des WDN zählen darüber hinaus das Verständnis der Beschäftigungs- und Preisanpassung sowie ganz allgemein der Art und Weise, wie sich die Unternehmen auf die verschiedenen Schocks und Arbeitsmarktrefor­men, die im Zeitraum von 2010 bis 2013 erfolgten, eingestellt haben.

# Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU

Robuste Institutionen und solide wirtschaftliche Strukturen sind für die Widerstandskraft und den langfristigen Wohlstand des Euroraums von wesentlicher Bedeutung. Im Hinblick auf die Qualität der nationalen Institutionen und die Effizienz der Wirtschaftsstrukturen bestehen jedoch nach wie vor große Unterschiede zwischen den meisten Euro-Ländern und den leistungsstärksten Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD). Nach der verstärkten Umsetzung von Strukturreformen in den Jahren 2011 bis 2013 hat der Reformeifer im Eurogebiet in den letzten Jahren wieder nachgelassen, obgleich es noch weiterer erheblicher Anstrengungen bedarf, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken und langfristiges Wachstum sicherzustellen. Im vorliegenden Aufsatz werden die wichtigsten Vorteile stabiler Institutionen für die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) erläutert und die Unterschiede zwischen den Euro-Ländern und den Ländern dargelegt, die hinsichtlich der institutionellen Qualität und der Funktionsfähigkeit der Arbeits- und Gütermärkte die besten Ergebnisse erzielen. Mit Blick auf die Schaffung eines stärkeren und widerstandsfähigeren Euroraums wird ferner die nationale Perspektive der gemeinschaftlichen Perspektive gegenübergestellt. Dabei wird deutlich, dass die Länder des Euro-Währungsgebiets in Bezug auf die Qualität der Institutionen und das Funktionieren der Arbeits- und Gütermärkte noch immer hinter den leistungsstärksten Ländern der Welt zurückbleiben. Zudem werden in diesem Aufsatz Belege dafür angeführt, dass eine Verringerung des Abstands zu den Ländern mit den besten Ergebnissen (Frontier) zu einer Steigerung der Produktivität und des langfristigen Wachstums führen und die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks erhöhen würde. Letzteres wäre nicht nur für die Länder selbst relevant, sondern würde auch die Funktionsfähigkeit der WWU verbessern. Infolgedessen ist die Umsetzung institutioneller und struktureller Reformen von größter Bedeutung, um Beschäftigungs- und Investitionswachstum zu fördern und das Potenzialwachstum in allen Euro-Ländern zu erhöhen.

## 1 Einleitung

**Im vorliegenden Aufsatz wird die Bedeutung institutioneller und struktureller Faktoren für die wirtschaftliche Widerstandskraft und die langfristigen Wachstumsaussichten der Länder des Euroraums untersucht.** Er baut auf zwei in vorangegangenen Wirtschaftsberichten erschienenen Aufsätzen auf, die sich mit der Bedeutung struktureller Reformen im Euro-Währungsgebiet und der Notwendig-

keit der Förderung realer Konvergenz befassen.<sup>1</sup> Darin wird aufgezeigt, wie sich Strukturreformen auf makroökonomische Schlüsselgrößen auswirken und wie die reale Konvergenz der EU-Länder durch schwache Institutionen und strukturelle Rigiditäten eingeschränkt wurde. Die Beiträge kommen zu dem Schluss, dass weitere Strukturreformen ein wirksames Instrument zur Wachstumsbelebung und zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum sein könnten. Dieser Aufsatz ergänzt die vorangegangenen Analysen und untersucht die Bedeutung stabiler Institutionen, vor allem im Hinblick auf zwei vordringliche Themen: Wie kann die Widerstandskraft der Euro-Länder erhöht und deren Produktivität und Potenzialwachstum gestärkt werden?

**Die Widerstandsfähigkeit wird durch rigide Wirtschaftsstrukturen und hohe Schuldenstände geschwächt.** Bei Strukturveränderungen oder einem abrupten negativen Schock behindern verkrustete Wirtschaftsstrukturen die zeitnahe Umverteilung von Ressourcen, d. h. Kapital und Arbeit, in andere Sektoren. Eine hohe öffentliche Verschuldung erschwert die Umsetzung einer antizyklischen Finanzpolitik,<sup>2</sup> während eine hohe private Verschuldung die Möglichkeiten der privaten Haushalte und Unternehmen zur Konsum- und Investitionsglättung einschränkt. Analog dazu macht eine hohe Nettoauslandsverschuldung die Länder anfällig für einen plötzlichen Abzug von Mitteln durch ausländische Investoren. Abbildung 1 zeigt, dass eine hohe Verschuldung ein im Euroraum recht weit verbreitetes Problem darstellt und in der Regel mit einer seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise verzeichneten Wachstumsschwäche zusammenhängt.

---

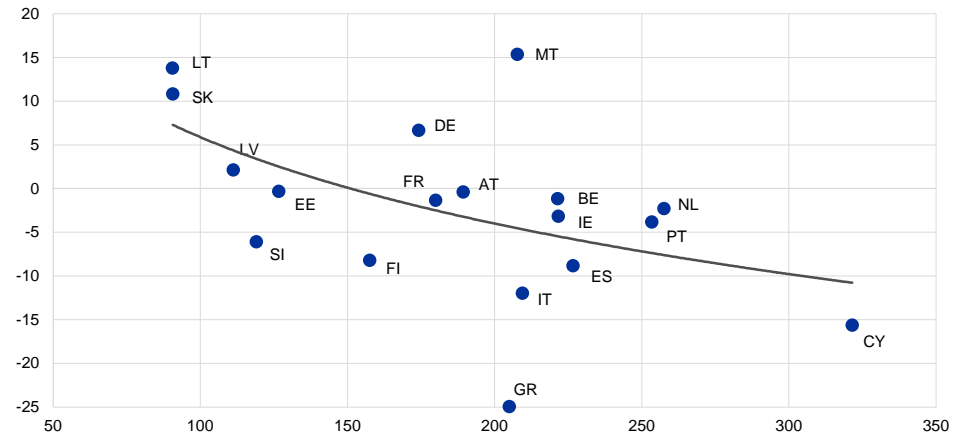
<sup>1</sup> Siehe EZB, Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015, und EZB, Reale Konvergenz im Euro-Währungsgebiet: Empirische Evidenz, Theorie und politische Implikationen, Wirtschaftsbericht 5/2015, Juli 2015.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

### Abbildung 1

#### Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors (2007) und Wachstum des Pro-Kopf-BIP (2007-2015)

(x-Achse: Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors in % des BIP (2007); y-Achse: Veränderung des Pro-Kopf-BIP seit dem zyklischen Höhepunkt)



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten für die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors und IWF-Schätzungen für das Potenzialwachstum.  
Anmerkung: 2007 stellt den zyklischen Hochpunkt für das gesamte Euro-Währungsgebiet dar.

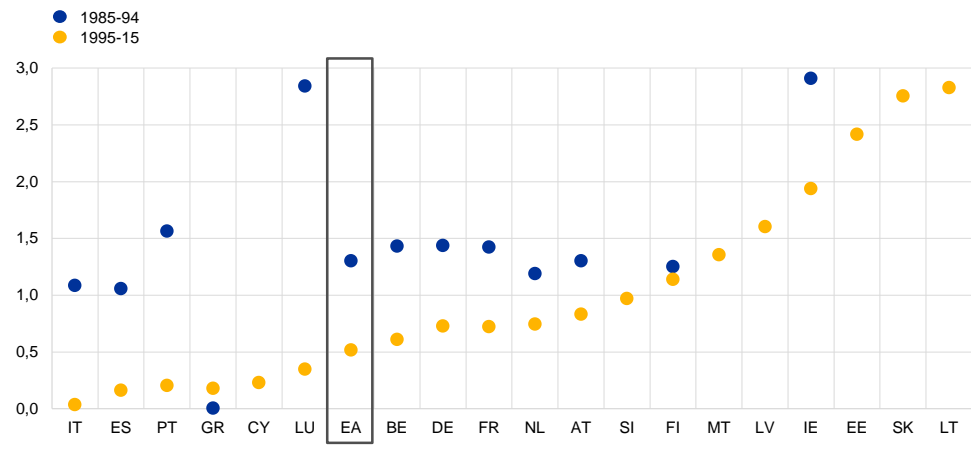
**Niedriges Produktivitätswachstum stellt ein Problem dar, das im Euroraum seit geraumer Zeit besteht und zum Teil auf zahlreiche strukturelle und institutionelle Hindernisse zurückzuführen ist.** Aus Abbildung 2 geht hervor, dass zwei Drittel der Euro-Länder in den vergangenen 20 Jahren eine totale Faktorproduktivität (TFP) von durchschnittlich unter 1 % aufwiesen. In den Vereinigten Staaten wurden indes Raten von knapp über 1 % erzielt. Diese Entwicklung ist besorgniserregend, da die TFP ein wichtiger Bestimmungsfaktor des BIP-Wachstums ist, dem wiederum eine entscheidende Bedeutung für die Ankurbelung der Beschäftigung und die Verringerung der hohen privaten und öffentlichen Verschuldung zukommt.

Vor diesem Hintergrund untersucht der vorliegende Aufsatz, inwieweit robuste Institutionen und Wirtschaftsstrukturen mangelnder Widerstandsfähigkeit und schwacher Produktivität – insbesondere in einer Währungsunion – entgegenwirken können. Dies erfolgt in drei Schritten.

## Abbildung 2

Durchschnittliches Wachstum der totalen Faktorproduktivität in den Jahren 1985 bis 1995 und 1995 bis 2015

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Ungewichteter Durchschnitt der Schätzungen der EZB, der Europäischen Kommission und des IWF.

Anmerkung: Für den Zeitraum von 1985 bis 1995 liegen nicht für alle Länder Schätzungen vor. EA steht für Euro-Währungsgebiet („euro area“).

### In Abschnitt 2 wird die Leistungsfähigkeit der Euro-Länder anhand ausgewählter institutioneller und struktureller Indikatoren untersucht.

Die Analyse zeigt, dass die Länder des Eurogebiets hinsichtlich der wichtigsten Wirtschaftsstrukturen (d. h. Arbeits- und Gütermärkte) und der bedeutendsten Institutionen deutlich hinter den OECD-Ländern mit bewährten Verfahren (Best Practices) zurückbleiben.

### Abschnitt 3 betrachtet die empirische Evidenz für die Vorteile solider Institutionen und Strukturen mit besonderem Fokus auf die Länder des Euro-Währungsgebiets.

Dabei wird aufgezeigt, dass effektive Regelungen für die Arbeits- und Gütermärkte sowie ein guter Ordnungsrahmen die Widerstandsfähigkeit erhöhen und für das langfristige Wachstum unabdingbar sind. Die Ausführungen in diesem Abschnitt zeigen, dass die institutionellen und strukturellen Reformen, die im Euroraum zu Beginn der Krise in hohem Tempo umgesetzt wurden, nur noch langsam vorankommen – vor allem in den Staaten, die einem wirtschaftlichen Anpassungsprogramm unterliegen –, obgleich sie einen erheblichen Nutzen mit sich bringen und nach wie vor ein großer Abstand zu den Best-Practice-Ländern besteht.

### In Abschnitt 4 wird erläutert, wie wichtig stabile Wirtschaftsstrukturen und Institutionen für das reibungslose Funktionieren der gesamten WWU sind.

Es gibt zahlreiche Belege dafür, und es herrscht Konsens darüber, dass flexible Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkte im Kontext einer einheitlichen Geldpolitik wichtige Faktoren für die Funktionsfähigkeit der WWU sind. Vor dem Hintergrund der langsamen Umsetzung von Reformen widmet sich dieser Abschnitt dem aktuellen Ordnungsrahmen der EU und leitet daraus Lehren für die Zukunft ab.



## 2 Institutionen und Wirtschaftsstrukturen im Euro-Währungsgebiet

**Internationale Institutionen wie z. B. der Internationale Währungsfonds (IWF), die OECD, die Europäische Kommission und die EZB haben wiederholt zu ehrgeizigen Strukturreformen aufgerufen.**<sup>3</sup> Durch solche Reformen können

a) Hindernisse, die einer schnellen Verlagerung von Kapital und Arbeitskräften zwischen den Unternehmen entgegenstehen, beseitigt und die Ressourcen einer Volkswirtschaft damit besser genutzt werden, was zu einem effizienteren Einsatz des Faktors Arbeit und zu höheren Beschäftigungsquoten führt, b) Markteintrittsbeschränkungen für neue Unternehmen aufgehoben und c) insgesamt gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Wirtschaftsakteure gewährleistet werden.

**Strukturreformen gehen in der Regel mit regulatorischen Maßnahmen einher, die auf eine Verstärkung der marktbasieren Anreize an den Arbeits- und Gütermärkten abzielen.** Darin werden oftmals die Rahmenbedingungen für die Gründung und Führung von Unternehmen festgelegt.

**Sie stellen jedoch auch auf die Qualität der grundlegenden wirtschaftlichen Institutionen ab.** Stabile Institutionen wie z. B. Rechtssicherheit, eine effiziente öffentliche Verwaltung oder das Fehlen von Korruption sind die Grundlage für das ordnungsgemäße Funktionieren aller spezifischen Wirtschaftsstrukturen wie beispielsweise der Arbeits- und Gütermärkte. Kasten 1 befasst sich mit dem Konzept der Institutionen und Wirtschaftsstrukturen und zeigt auf, welche politischen Maßnahmen ihre Funktionsfähigkeit beeinträchtigen könnten.

### Kasten 1

Das Konzept der Institutionen und Wirtschaftsstrukturen und deren Auswirkungen auf die Wirtschaft

---

**Bei Acemoglu et al.<sup>4</sup> werden Institutionen als eine Reihe von Regeln und Maßnahmen definiert, die gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Wirtschaftsakteure schaffen und vernünftige wirtschaftliche Anreize setzen, durch die die Wirtschaftsteilnehmer ermutigt werden, Investitionen zu tätigen, Innovationen vorzunehmen, zu sparen und Probleme des kollektiven Handelns zu lösen, und durch die eine effiziente Bereitstellung öffentlicher Güter sichergestellt wird.** Eines der wichtigsten Beispiele in dieser Hinsicht ist die Durchsetzbarkeit von Eigentumsrechten, die die Investitions- und Innovationsanreize erheblich beeinflusst, sofern sie garantiert wird.

**Basierend auf den Institutionen, die die oben genannten Kriterien erfüllen, können Wirtschaftsstrukturen als Rahmenbedingungen definiert werden, die Anreize für alle Transaktionen zwischen den Akteuren in einer Volkswirtschaft schaffen.** In Marktwirtschaften

<sup>3</sup> Siehe beispielsweise IWF, World Economic Outlook, April 2016; OECD, Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report, 2016; Europäische Kommission, Paket des Europäischen Semesters 2016 einschließlich der länderspezifischen Empfehlungen; Einleitende Bemerkungen des EZB-Präsidenten zur EZB-Presskonferenz.

<sup>4</sup> Gemäß Definition in D. Acemoglu et al., Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth, Working Paper des NBER, Nr. 10481, 2004.

wird versucht, durch Regulierung Marktversagen zu verhindern und den sozialen Zusammenhalt zu wahren. Daher kommt diesen Regeln bei der Festlegung von Wirtschaftsstrukturen – beispielsweise an den Arbeits- oder Gütermärkten – eine große Bedeutung zu. Es gibt Fälle, in denen Vorschriften eine wohlfahrtsfördernde Wirkung entfalten können, wenn sie angemessen eingesetzt werden. Funktioniert ein Markt nicht gut, etwa aufgrund einer natürlichen Monopolstellung in großen Netzwerkindustrien (z. B. Energie), kann eine Marktregulierung von Vorteil sein. In der Regel könnte eine zu starke Regulierung jedoch falsche Anreize für Investoren, Unternehmen und Mitarbeiter setzen und dazu führen, dass die Faktoren Arbeit und Kapital nicht in den Bereichen eingesetzt werden, in denen ihre Verwendung unter dem Wohlfahrtsaspekt am sinnvollsten wäre. Eine solche übermäßige Regulierung oder ein solcher übermäßiger Schutz könnte letztlich das Produktions- und Beschäftigungswachstum hemmen und schnelle Reaktionen auf negative Schocks verhindern.

**Eine Regulierung des Arbeitsmarkts wirkt sich auf das Tempo der Schaffung und des Abbaus von Arbeitsplätzen, auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit, der Produktivität, der Löhne und der Gewinne sowie auf das Sozialschutzniveau aus.**

Einerseits kann eine gesetzliche Regelung von Beschäftigungssicherungsvereinbarungen, Mindestlöhnen und Tarifverhandlungen erforderlich sein, um Arbeitnehmern einen ausreichenden Sozialschutz zu bieten oder das Produktivitätswachstum zu fördern (durch Schulungen und die Entwicklung unternehmensspezifischer Fähigkeiten). Andererseits behindert eine übermäßige Regulierung die zeitnahe Anpassung der Unternehmen und Arbeitnehmer an wirtschaftliche Schocks, indem sie Neueinstellungen erschwert, und stellt Arbeitnehmer, die sich in einem Beschäftigungsverhältnis befinden, besser als Beschäftigungslose. Als wichtigste Aufgabe müssen die politischen Entscheidungsträger versuchen, die Notwendigkeit eines gewissen Grads an Regulierung mit der Notwendigkeit der Vermeidung übermäßiger Verzerrungen in Einklang zu bringen. Zu den wesentlichen Kategorien von Arbeitsmarktinstitutionen zählen a) die Regeln des Lohnbildungsprozesses, b) Kündigungsschutzbestimmungen und arbeitsrechtliche Vorschriften, c) Aktivierungsmaßnahmen, d) Maßnahmen hinsichtlich Einkommensersatzleistungen, e) Maßnahmen zur Besteuerung des Faktors Arbeit und f) Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen.

**Arbeitsmarktstrukturen beeinflussen das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft und ihre Fähigkeit, sich zeitnah an sich (abrupt) verändernde Bedingungen anzupassen.**

Ökonomische Veränderungen können sich schrittweise vollziehen, wie z. B. der durch die Globalisierung hervorgerufene Strukturwandel, oder plötzlich eintreten, etwa wenn die Wirtschaft von einem negativen Schock getroffen wird. In solchen Fällen muss es möglich sein, Kosten und Zahl der Arbeitskräfte flexibel anzupassen. Zudem kann der Frage, inwieweit eine Umverteilung von Ressourcen zwischen einzelnen Sektoren möglich ist, eine zentrale Bedeutung zukommen. Vor diesem Hintergrund muss der Lohnsetzungsrahmen von den politischen Entscheidungsträgern hinreichend flexibel gestaltet werden, und es muss verhindert werden, dass übermäßig strenge Kündigungsschutzgesetze zu einem „lock in“-Effekt führen. Gleichzeitig muss den Arbeitnehmern im Falle vorübergehender Arbeitslosigkeit eine ausreichend hohe Arbeitslosenunterstützung gewährt werden, und gezielte Beschäftigungsprogramme müssen eine Reaktivierung von Arbeitskräften erleichtern.

**Eine übermäßige Gütermarktregulierung dürfte sich negativ auf das Produktivitäts- und BIP-Wachstum auswirken.**

Ein starker Wettbewerb zwischen den Unternehmen an den Waren- und Dienstleistungsmärkten verhindert exzessive Preisanstiege im Verhältnis zu den Produktionskosten. Da die Preise an wettbewerbsintensiven Märkten niedriger sind als an Märkten mit

geringerer Konkurrenz, profitieren die Verbraucher von einem stärkeren Wettbewerb. Dadurch wiederum reduzieren sich ungerechtfertigte Einkünfte der Produzenten, was letztlich den Konsumenten zugutekommt. Wettbewerb führt auch zu einer größeren Produktvielfalt und erweitert die Wahlmöglichkeiten der Verbraucher. Darüber hinaus scheinen Unternehmen, die an Märkten mit hohen Eintrittsbarrieren tätig sind, in der Tendenz weniger Innovationen hervorzubringen. Dies hemmt wiederum den technischen Fortschritt und wirkt sich nachteilig auf die Produktivität und die Schaffung von Arbeitsplätzen aus.

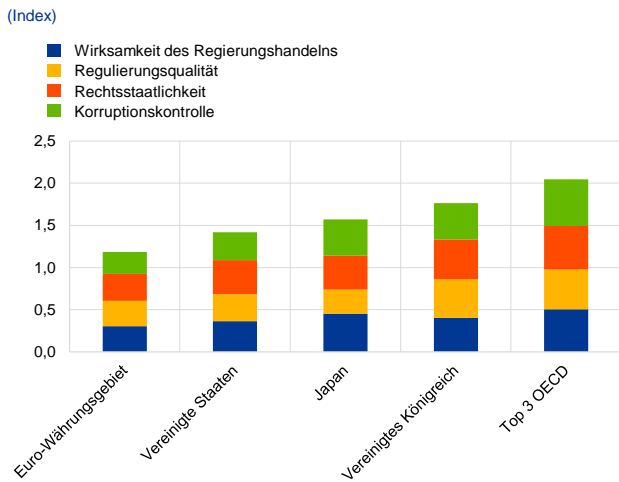
**Die Gütermarktstrukturen einer Volkswirtschaft haben Auswirkungen auf ihre Schock-absorptionsfähigkeit.** Damit die Wirtschaft Schocks besser abfedern kann, muss es möglich sein, die Preise rasch anzupassen und die Produktionsfaktoren zwischen einzelnen Unternehmen und Sektoren umzuverteilen. Preisanpassungen sind wichtig, damit Veränderungen der Arbeitskosten an die Verbraucherpreise weitergegeben werden können. Bei einem Rückgang der Arbeitskosten infolge eines negativen Schocks kann sich die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft nur bei einer gleichzeitigen Preisanpassung erholen. Ohne die Möglichkeit einer raschen Preisanpassung würden die Kosten eines negativen Schocks das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte belasten.

**Der Wettbewerb kann durch verschiedene Maßnahmen an den Gütermärkten gefördert werden.** Zu den allgemeinen Maßnahmen zählt beispielsweise die Gewährleistung einer starken und effizienten Regulierungsbehörde, die den Wettbewerb an allen relevanten Märkten überwacht. Daneben können günstige Rahmenbedingungen geschaffen werden, die den Markteintritt neuer Firmen erleichtern und den Verwaltungsaufwand für bestehende Unternehmen verringern. Sektorspezifische Maßnahmen beziehen sich z. B. auf die Wettbewerbspolitik für Netzwerkindustrien (z. B. Energieversorger und Telekommunikations- oder Transportunternehmen), den Einzelhandel und zugangsbeschränkte Berufe (wie etwa Notare, Apotheker oder Anwälte).

---

### Abbildung 3

#### Qualität der Institutionen in der OECD im Jahr 2015



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis von Daten der Weltbank.  
Anmerkung: „Top 3 OECD“ umfasst Finnland, Neuseeland und die Schweiz. Je höher der Indexwert, desto besser die Qualität der Institutionen. Bei den Angaben für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um einen ungewichteten Durchschnittswert der Mitgliedstaaten.

#### Die Messung der Qualität der Institutionen und Wirtschaftsstrukturen stellt eine große Herausforderung dar.

Nach gängiger Praxis basiert die Messung der institutionellen Qualität vor allem auf Wahrnehmungen, was nicht zwangsläufig Rückschlüsse auf die Qualität der Rechtsvorschriften, sondern vielmehr darauf zulässt, wie die Wirtschaft real funktioniert. Im vorliegenden Aufsatz werden vier von der Weltbank ermittelte Governance-Indikatoren als Hilfsgrößen herangezogen, um die Qualität der Institutionen zu bewerten: Wirksamkeit des Regierungshandelns, Regulierungsqualität, Rechtsstaatlichkeit und Korruptionskontrolle. Das Aggregat dieser Indikatoren wird als Qualität der Leistungserbringung durch den Staat<sup>5</sup> oder einfacher als institutionelle Leistung bezeichnet. In Abbildung 3 sind die vier Indikatoren jeweils für die Euro-Länder, die Vereinigten Staaten und die drei leistungsstärksten OECD-Länder dargestellt. Ein höherer Indexwert zeigt höhere institutionelle Standards an. In Bezug auf alle vier

Indikatoren ist die Qualität der Institutionen im Euroraum im Durchschnitt geringer als in vergleichbaren Regionen.

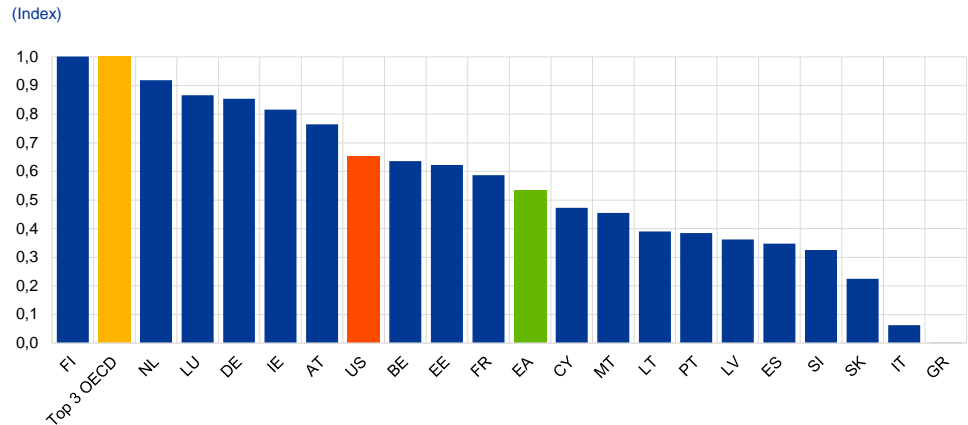
#### Zwar sind die Institutionen in fast allen Länder des Euro-Währungsgebiets schwächer als in den leistungsstärksten OECD-Ländern, doch bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Staaten.

Abbildung 4 zeigt, dass der Indikator der institutionellen Qualität in den verschiedenen Euro-Ländern sehr unterschiedlich ausfällt, wobei Finnland zu den OECD-Ländern mit der höchsten institutionellen Stärke gehört und einige Staaten (darunter die Niederlande und Luxemburg) diesem Niveau sehr nahe kommen, während andere (wie z. B. Griechenland und Italien) in etwa auf der Stufe der leistungsschwächsten OECD-Länder liegen.

<sup>5</sup> J. F. Helliwell et al., Good Governance and National Well-being: What are the Linkages?, Working Papers on Public Governance der OECD, Nr. 25, 2014.

#### Abbildung 4

Abstand der Länder des Euro-Währungsgebiets zu den leistungsstärksten OECD-Ländern im Hinblick auf die Qualität der Institutionen (2015)



Quellen: Worldwide Governance Indicators (WGI) 2015 der Weltbank (Wirksamkeit des Regierungshandelns, Rechtsstaatlichkeit, Regulierungsqualität und Korruptionskontrolle) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zusammengesetzter durchschnittlicher Indikator, der die oben genannten standardisierten Indizes umfasst und reskaliert wurde, um Werte zwischen 0 und 1 (Frontier) abzubilden. „Top 3 OECD“ umfasst Finnland, Neuseeland und die Schweiz. EA steht für Euro-Währungsgebiet („euro area“).

#### Für die Messung der Arbeitsmarkteffizienz müssen viele verschiedene

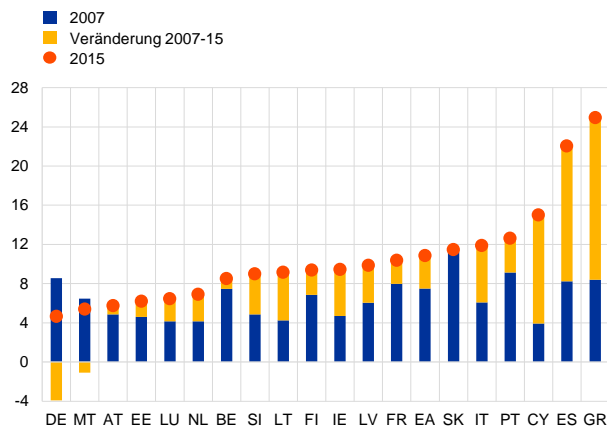
**Rechtsvorschriften analysiert werden.** Dies liegt daran, dass die Angemessenheit bestimmter Vorschriften (z. B. im Bereich Kündigungsschutz) nur in einem größeren Kontext (z. B. unter Berücksichtigung des Sozialschutzniveaus) beurteilt werden kann. Aus diesem Grund sollte für die Bewertung der allgemeinen Arbeitsmarkteffizienz eine breite Palette an Indikatoren herangezogen werden. Wie im Fünf-Präsidenten-Bericht<sup>6</sup> dargelegt sollten die Best Practices für die Arbeitsmärkte Sicherheit und Flexibilität kombinieren. Dies beinhaltet flexible und verlässliche Arbeitsverträge zur Vermeidung eines zweigeteilten Arbeitsmarkts, umfassende Strategien für lebenslanges Lernen, wirksame Maßnahmen zur Wiedereingliederung Arbeitsloser in den Arbeitsmarkt, moderne Systeme der sozialen Sicherheit und aktivierende Besteuerung von Arbeit. Die Arbeitslosigkeit in den Euro-Ländern ist im Zuge der Krise gestiegen und bewegt sich in einigen Mitgliedstaaten nach wie vor auf einem hohen Niveau (siehe Abbildung 5). Reformen zur Erhöhung der Flexibilität und Sicherheit, die mit Augenmaß umgesetzt werden, steigern die Arbeitsmarkteffizienz, fördern die Schaffung von Arbeitsplätzen und verringern die hohe Arbeitslosigkeit in den betreffenden Ländern.

<sup>6</sup> J.-C. Juncker et al., Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, 22. Juni 2015.

## Abbildung 5

### Arbeitslosigkeit in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(in % der Erwerbspersonen)



Quelle: Eurostat.

## Zur Messung der Gütermarktregulierung muss die Funktionsweise vieler Wirtschaftssektoren untersucht werden.

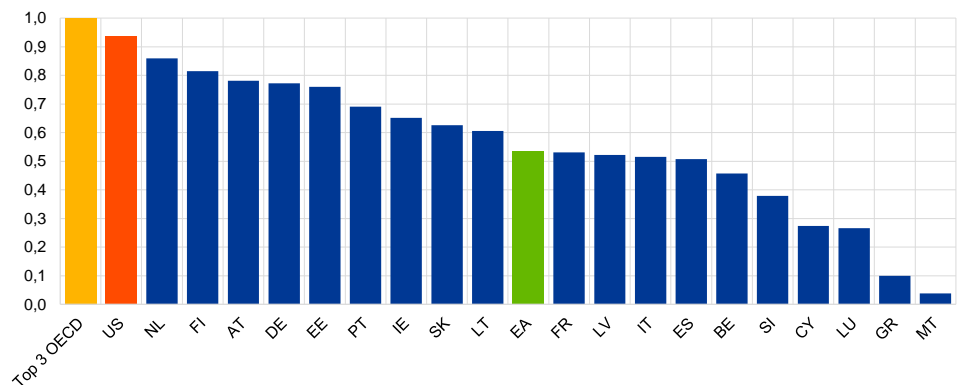
Die betrachteten Indikatoren decken sowohl rechtliche als auch faktische Aspekte ab. Der OECD-Indikator für die Gütermarktregulierung fokussiert auf die rechtlichen Aspekte des Rahmens für die Regulierung der gesamten Wirtschaft (z. B. staatliche Kontrollen) sowie einzelner Sektoren (z. B. Handelsbarrieren im verarbeitenden Gewerbe). Der Doing-Business-Indikator der Weltbank hingegen konzentriert sich im Wesentlichen auf Umsetzungsfaktoren, die mit den Kosten der wirtschaftlichen Tätigkeit zusammenhängen. Abbildung 6 zeigt das (standardisierte) Aggregat der beiden Indikatoren. Der aggregierte Indikator deutet darauf hin, dass die Gütermärkte im Eurogebiet weniger gut funktionieren als in den drei leistungsstärksten OECD-Ländern. Auf Basis dieses Indikators müssen alle Länder des Euro-Währungsgebiets – und insbesondere die leistungs-

schwächsten Länder – ihre Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und die Rahmenbedingungen für wirtschaftliche Aktivitäten verbessern.

## Abbildung 6

### Abstand der Länder des Euro-Währungsgebiets zu den leistungsstärksten OECD-Ländern im Hinblick auf die Effizienz der Gütermärkte (2015 oder aktuellste verfügbare Daten)

(Index)



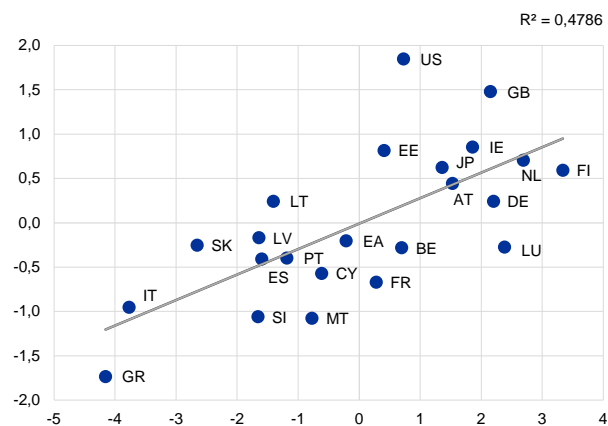
Quellen: Jüngster OECD-Indikator für die Gütermarktregulierung, jüngster Doing-Business-Indikator der Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zusammengesetzter durchschnittlicher Indikator, der die beiden standardisierten Indikatoren umfasst und reskaliert wurde, um Werte zwischen 0 und 1 (Frontier) abzubilden. „Top 3 OECD“ umfasst Neuseeland, das Vereinigte Königreich und Dänemark.

## Abbildung 7

### Qualität der Institutionen und Effizienz der Güter- und Arbeitsmärkte (2015 oder aktuellste verfügbare Daten)

(x-Achse: Qualität der Institutionen (Z-Score); y-Achse: Effizienz der Güter- und Arbeitsmärkte (Z-Score))



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis von Daten der Weltbank, der OECD, des Global Competitiveness Index, der Heritage Foundation und des Fraser Institute.

Anmerkung: Die Qualität der Institutionen wird anhand eines Durchschnitts von sechs Worldwide Governance Indicators der Weltbank gemessen (Mitspracherecht und Verantwortlichkeit, Wirksamkeit des Regierungshandelns, Rechtsstaatlichkeit, Regulierungsqualität, Korruptionskontrolle sowie politische Stabilität und Abwesenheit von Gewalt). Die Indikatoren werden in Form von Z-Scores angegeben.

### Es besteht eine hohe Korrelation zwischen der institutionellen Qualität und gut funktionierenden Arbeits- und Gütermärkten.

Abbildung 7 zeigt, dass – unter Zugrundelegung der für diese Analyse verwendeten Indikatoren – in Ländern mit einer unterdurchschnittlichen Qualität der Institutionen auch die Güter- und Arbeitsmärkte eine unter dem Durchschnitt liegende Qualität aufweisen. Diese hohe Korrelation dürfte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass Gesellschaften und Gesetzgeber vor dem Hintergrund stabiler Institutionen eher geneigt sind, Partikularinteressen außer Acht zu lassen und Reformen zum Wohle des Großteils der Bevölkerung umzusetzen.

### Bei allen Indikatoren, die der Beurteilung der Qualität von Institutionen und wirtschaftlichen Strukturen dienen, treten erhebliche Messprobleme auf.

Wie in Kasten 1 ausgeführt sind Institutionen und bestimmte Wirtschaftsstrukturen (wie beispielsweise jene der Arbeits- und Gütermärkte) komplex und oftmals nur schwer oder gar nicht zu quantifizieren. Da

die Indikatoren vielfach auf Wahrnehmungen basieren, können sie zudem zyklischen Einflüssen unterliegen. So wird die Funktionsfähigkeit bestimmter Institutionen in Krisenzeiten möglicherweise negativer wahrgenommen als in guten Zeiten. Ein weiteres Problem besteht in der Willkürlichkeit der verwendeten Skalen, vor allem bei Indikatoren, die sich auf faktische Aspekte beziehen. Auch ändern sich im Laufe der Zeit Umfang und Zusammensetzung der Stichproben des untersuchten Bereichs. Demzufolge müssten die weit gefassten zusammengesetzten Indikatoren, die in den Abbildungen 4 bis 6 für die Ermittlung der institutionellen und regulatorischen Qualität eines bestimmten Landes herangezogen wurden, ergänzt werden durch eine tiefer gehende Analyse der tatsächlichen Funktionsweise der Wirtschaft und des öffentlichen Sektors.

## 3 Belege für die Wirkung institutioneller und struktureller Reformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

Aufbauend auf den erwähnten Indikatoren wird in diesem Abschnitt die empirische Evidenz betrachtet, die sowohl Institutionen als auch ökonomische Strukturen mit Widerstandsfähigkeit und langfristigem Produktivitätszuwachs in Zusammenhang bringt.

## 3.1 Erhöhung der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit

**Institutionelle Reformen und Strukturreformen sind für die Stärkung der wirtschaftlichen Widerstandskraft von grundlegender Bedeutung.** Was die Belastbarkeit der Wirtschaft betrifft, so gilt es einen Ex-ante- und einen Ex-post-Aspekt zu unterscheiden. Der Ex-ante-Aspekt meint im Allgemeinen die Widerstandskraft gegen Schocks, während der Ex-post-Aspekt die Fähigkeit bezeichnet, die Kosten negativer Schocks einzudämmen und sich rasch davon zu erholen. Die beiden Aspekte sind miteinander verwoben. Wie gut eine Volkswirtschaft einen Schock verkraftet, hängt von einer Reihe von Faktoren ab, etwa vom politischen Umfeld, dem Grad der wirtschaftlichen und finanziellen Diversifizierung und insbesondere von der Qualität ihrer Institutionen und wirtschaftlichen Strukturen.

**Die empirische Untersuchung der Widerstandsfähigkeit eines Landes erfolgt in der Regel dadurch, dass zunächst versucht wird, die Schockursachen festzustellen.** Negative Schocks, die mehrere Länder treffen, können entweder eine gemeinsame Ursache haben oder idiosynkratisch sein. Gibt es eine gemeinsame Ursache (dies war beispielsweise beim Platzen der Technologieblase oder bei der Finanzkrise von 2007-2008 der Fall), lässt sich die wirtschaftliche Widerstandskraft durch einen Vergleich der Reaktionen der verschiedenen Länder auf denselben Schock testen. Dieser Vergleich erfolgt für gewöhnlich durch eine Beurteilung der Schockwirkung auf die Wirtschaft (Ex-ante-Widerstandsfähigkeit) und die Berechnung der Erholungszeit (Ex-post-Widerstandsfähigkeit).

**Was die Ex-ante-Widerstandskraft betrifft, so wurde gezeigt, dass die Schwere der Rezession oder Krise, die auf einen Schock folgt, mit dem institutionellen Rahmen eines Landes zusammenhängt.** Acemoglu et al.<sup>7</sup> haben herausgefunden, dass Länder mit institutionellen Schwierigkeiten eine deutlich höhere Volatilität aufweisen (gemessen an der Standardabweichung des Pro-Kopf-Outputs). Rodrik<sup>8</sup> kommt zu einem ähnlichen Ergebnis, nämlich, dass sich externe Schocks umso stärker auf das Wachstum auswirken, je größer die latenten sozialen Konflikte in einer Volkswirtschaft und je schwächer ihre Konfliktbewältigungsorgane sind. Gut funktionierende Institutionen und ökonomische Strukturen senken außerdem die Krisenwahrscheinlichkeit (siehe hierzu Kasten 2). Die Länder mit den schwächsten Institutionen in der Stichprobe der OECD-Länder sind deutlich anfälliger für wirtschaftliche Schocks als Länder mit qualitativ hochwertigen Institutionen und soliden Arbeits- und Gütermärkten.

**Zahlreiche empirische Studien haben die Bedeutung gut funktionierender Güter- und Arbeitsmärkte für die Steigerung der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit nach einem Schock bestätigt.** Canavo et al.<sup>9</sup> verwenden den oben

<sup>7</sup> Siehe Fußnote 4.

<sup>8</sup> D. Rodrik, Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses, in: Journal of Economic Growth, Bd. 4, Nr. 4, 1999, S. 385-412.

<sup>9</sup> Canavo et al., Measuring the macroeconomic resilience of industrial sectors in the EU and assessing the role of product market regulations, European Economy – Occasional Papers, Nr. 112, Europäische Kommission, Juli 2012.

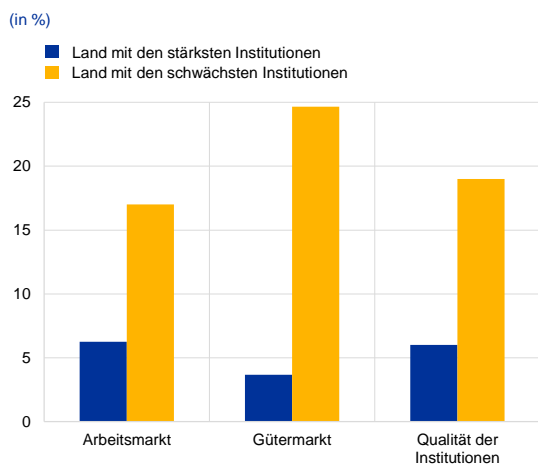


beschriebenen Ansatz, d. h., sie identifizieren gemeinsame Schocks und untersuchen deren Auswirkungen auf Länder mit unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen. Sie betrachten sektorale Daten zu verschiedenen europäischen Ländern und kommen zu dem Schluss, dass Sektoren, deren Gütermärkte stark reguliert sind, weniger widerstandsfähig gegenüber negativen Schocks sind. Die Wissenschaftler zeigen, dass die unterschiedliche Schockabsorptionsfähigkeit der verschiedenen industriellen Teilsektoren wahrscheinlich zum Großteil mit dem unterschiedlichen Fortschrittsgrad der Gütermarktreformen zusammenhängt. Duval und Vogel<sup>10</sup> führen eine ähnliche Analyse durch, legen den Schwerpunkt aber auf die Persistenz von Schocks in der Produktionslücke. Ihre Simulationsrechnungen deuten darauf hin, dass rigide Arbeits- und Gütermärkte dazu führen, dass es nach einem Schock länger dauert, bis die Produktion wieder ihr Potenzial erreicht und dass sich der über diese Zeit kumulierte Produktionsverlust erhöht. In Kasten 3 findet sich ein Beispiel für Ex-post-Widerstandsfähigkeit; dabei werden unter anderem Belege für einen zeitweiligen Rückgang der Arbeitslosigkeit nach der Umsetzung von Strukturreformen angeführt.

## Kasten 2

### Qualitativ hochwertigere Institutionen und Wirtschaftsstrukturen verringern die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Krisen

#### Krisenwahrscheinlichkeit in Abhängigkeit von der Qualität der Institutionen



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt das Ergebnis eines Probit-Modells, bei dem die Krisenwahrscheinlichkeit anhand der Extreme der institutionellen Variablen, d. h. der niedrigsten und höchsten institutionellen Werte in den einzelnen Ländern, ermittelt wird; dabei wird angenommen, dass die Kontrollvariablen (Gesamtvolumen der Staatsausgaben und kurzfristige Nominalzinsen) auf durchschnittlichem Niveau liegen. Für die institutionelle Qualität wird die durchschnittliche Wahrscheinlichkeit anhand der Worldwide Governance Indicators (WGI), für die Gütermarktinstitutionen anhand des Doing-Business-Indikators und des im Global Competitiveness Index (GCI) enthaltenen Indikators für Gütermarkteffizienz und für die Arbeitsmarktinstitutionen anhand des Indikators für den Kündigungsschutz, des GCI und des Heritage-Index für die Arbeitsmarktflexibilität ermittelt. Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von 1990 bis 2014 und wurden für eine Stichprobe von OECD-Ländern ermittelt.

#### Im vorliegenden Kasten wird eine einfache Übung beschrieben, mit der untersucht werden kann, ob die Wahrscheinlichkeit großer BIP-Rückgänge von unterschiedlichen institutionellen und strukturellen Rahmenbedingungen abhängig ist.

In der Übung, deren Ergebnis in der Abbildung dargestellt ist, wird zunächst ein großer Rückgang der Wirtschaftsleistung identifiziert. Zu diesem Zweck wird die Verteilung des jährlichen BIP-Wachstums in allen OECD-Ländern von 1990 bis 2014 herangezogen und das zehnte Perzentil der Verteilung als Krisenereignis definiert. Der Median der BIP-Wachstumsrate dieses Perzentils beträgt -4 %. Dann wird ein Probit-Regressionsmodell geschätzt, bei dem die Wahrscheinlichkeit eines BIP-Rückgangs in der Größenordnung des vom zehnten Perzentil abgedeckten Werts die abhängige Variable darstellt. Auf der rechten Seite der Gleichung werden institutionelle und strukturelle Variablen sowie eine Reihe von Kontrollvariablen, wie beispielsweise

<sup>10</sup> R. Duval und L. Vogel, Economic resilience to shocks. The role of structural policies, in: OECD Journal: Economic Studies, Bd. 2008/1.

Staatsausgaben und kurzfristige Zinsen, hinzugefügt. Im Ergebnis zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit eines starken BIP-Rückgangs, d. h. eines Krisenereignisses, das unter das zehnte Perzentil der Verteilung fällt, in einem Land, das in der Stichprobe über die stärksten Institutionen und besten strukturellen Merkmale verfügt, deutlich geringer ist als in einem Land, das die schwächsten Institutionen und Merkmale aufweist. Diese Aussage scheint für alle drei Politikbereiche gleichermaßen zu gelten: den Arbeitsmarkt, den Gütermarkt und die Qualität der Institutionen. Daher sind Verbesserungen in allen drei Bereichen sehr wichtig, um die Wahrscheinlichkeit zu reduzieren, von einer schweren Krise erfasst zu werden. Dabei scheinen sich insbesondere Gütermarktreformen, die sich auch auf die Rahmenbedingungen für die Gründung von Unternehmen und die Durchführung der entsprechenden Geschäftstätigkeit beziehen, vorteilhaft auszuwirken und die Anpassungsfähigkeit eines Landes zu erhöhen.

---

**Die Ex-post-Widerstandskraft wäre deutlich höher, wenn der Wettbewerbskanal im Euro-Währungsgebiet richtig funktionieren würde.**

Vor der Finanzkrise hatten einige Studien gezeigt, dass der Wettbewerbskanal im Euroraum aufgrund struktureller Verkrustungen nur langsam funktionierte.<sup>11</sup> In einer aktuellen Untersuchung von Biroli et al.<sup>12</sup> wird dies bestätigt. Insgesamt kommen die Wissenschaftler zu dem Ergebnis, dass eine übermäßige Regulierung der Güter- und Arbeitsmärkte bei einem gemeinsamen Schock anscheinend zu hartnäckigeren Inflationsdifferenzen führt. Für eine Währungsunion, in der der Wechselkurskanal als Anpassungsinstrument nicht mehr zur Verfügung steht, impliziert das, dass die Funktionstüchtigkeit des Wettbewerbskanals durch stark regulierte Güter- und Arbeitsmarktstrukturen behindert wird, da eine automatische Glättung des Schocks auf Ebene der einzelnen Länder nicht möglich ist. Die in den Jahren 2011 bis 2013 in den am stärksten von der Staatsschuldenkrise betroffenen Ländern durchgeführten Strukturreformen dürften die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbskanals verbessert haben.

**Eine hohe Verschuldung beeinträchtigt die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit sowohl ex ante als auch ex post.**

Hohe Schuldenstände können die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft für Schocks erhöhen und eine Konjunkturabschwächung intensivieren oder verlängern, da private Haushalte und Unternehmen kaum die Möglichkeit haben, Entscheidungen im Hinblick auf Konsum- und Investitionsaufwendungen zu glätten, und Regierungen negative Schocks nicht abfedern können. Hohe öffentliche Schuldenstände implizieren im Allgemeinen eine hohe Steuerbelastung in der Zukunft und wirken sich somit ungünstig auf das Anlageverhalten aus. Negative Rückkopplungseffekte zwischen einer hohen Staatsverschuldung und einem schwachen Finanzsektor beeinträchtigen die Investitionsentscheidungen und das Wirtschaftswachstum auch weiterhin. In vielen Euro-Ländern stellt die hohe Verschuldung im privaten wie im öffentlichen Sektor nach wie vor einen gravierenden Schwachpunkt dar. Einige empirische Studien

---

<sup>11</sup> Siehe beispielsweise Europäische Kommission, The EU Economy: 2006 Review: Adjustment Dynamics in the Euro Area: Experiences and Challenges, 2006.

<sup>12</sup> P. Biroli et al., Adjustment in the Euro Area and Regulation of Product and Labour Markets: An Empirical Assessment, European Economy – Economic Papers, Nr. 428, Europäische Kommission, Oktober 2010.

leiten implizite Schwellenwerte für die Schuldenquote ab und kommen zu dem Schluss, dass das Wachstum des BIP niedrig bleibt, wenn ein bestimmtes Schuldenniveau über mehrere Jahre hinweg überschritten wird.<sup>13</sup>

**Es scheint ein robuster empirischer Zusammenhang zwischen der Schuldendynamik im privaten Sektor und der Effektivität nationaler Insolvenzregeln zu bestehen.** So belegt eine aktuelle von Experten der Europäischen Kommission durchgeführte Analyse, dass bei einem hohen privaten Schuldenstand die Qualität der Insolvenzregelungen wichtig für die Finanzstabilität und die Förderung des Unternehmergeistes ist, da so die Folgen des Schuldenabbaus für das Wachstum abgemildert werden. Insbesondere wurde festgestellt, dass ein gutes Insolvenzrahmenwerk dazu beiträgt, dass sich der Anteil notleidender Kredite rascher anpasst.<sup>14</sup> Ein hoher Anteil solcher Kredite hängt tendenziell mit schwächeren Insolvenzregeln zusammen. Die Qualität des Insolvenzregelwerks ist wichtig, um den Abwicklungsprozess für uneinbringliche Forderungen zu beschleunigen; dies wiederum fördert effiziente Investitionen und langfristiges Wachstum.

### Kasten 3

#### Episodischer Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet und die Bedeutung von Strukturreformen

---

##### **Eines der größten Probleme, das die Finanz- und Staatsschuldenkrise mit sich brachte, ist der drastische Anstieg der Arbeitslosenquote in vielen Ländern des Euroraums.**

Im vorliegenden Kasten sollen die episodischen Rückgänge der Arbeitslosigkeit erläutert werden; der Fokus liegt dabei auf der relativen Bedeutung von Arbeitslosenquote, BIP-Wachstum sowie Arbeits- und Gütermarktreformen. Dies geschieht unter Anwendung eines Ereignisstudienansatzes. Das Ereignis der Arbeitslosigkeitsabsorption wird definiert als Ereignis, das kumuliert folgende Bedingungen erfüllt: 1) Die Arbeitslosenquote sinkt innerhalb von drei Jahren um mindestens 3 Prozentpunkte, 2) der Rückgang der Arbeitslosenquote innerhalb dieses Dreijahreszeitraums beträgt mindestens 25 % der ursprünglichen Arbeitslosenquote, 3) die Arbeitslosenquote liegt nach Ablauf von fünf Jahren noch immer unterhalb des zu Beginn der Episode verzeichneten Werts.<sup>15</sup> Der Datensatz umfasst die Euro-Länder von 1995 bis 2015. Insgesamt wurden zwölf Episoden abgegrenzt (siehe Tabelle A).

---

<sup>13</sup> Zum Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Wachstum siehe C. Checherita-Westphal und P. Rother, The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area, in: *European Economic Review*, Bd. 56, Nr. 7, Oktober 2012, S. 1392-1405. Zum Zusammenhang von privater Verschuldung und Wachstum siehe S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, The real effects of debt, Working Papers der BIZ, Nr. 352, September 2011.

<sup>14</sup> M. Carpus Carcea et al., The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, *European Economy – Discussion Papers*, Nr. 004, Europäische Kommission, September 2015.

<sup>15</sup> Ein ähnlicher Ansatz findet sich in: C. Freund und B. Rijkers, Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies, in: *Journal of Comparative Economics*, Bd. 42, Ausgabe 4, Dezember 2014, S. 907-923.

**Tabelle A**

Episoden starker und nachhaltiger Rückgänge der Arbeitslosigkeit nach Ländern und Jahren

Deutschland	2005
Estland	2003, 2010
Irland	1995
Spanien	1996
Frankreich	1998
Lettland	2002, 2010
Litauen	2001, 2010
Slowakei	2004
Finnland	1996

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.  
Anmerkung: Das genannte Jahr markiert den Beginn einer Phase sinkender Arbeitslosigkeit. In Deutschland beispielsweise begann im Jahr 2005 eine solche Episode. Gemäß der zugrunde gelegten Definition heißt das, dass die Arbeitslosenquote in der Zeit von 2005 bis 2008 um mindestens 3 Prozentpunkte und 25 % sank und dass sie im Jahr 2010 niedriger war als 2005.

Wie aus Tabelle A hervorgeht, sind Phasen, in denen die Arbeitslosigkeit deutlich sinkt, zwar nicht häufig, aber auch nicht **sonderlich selten**. Eine wichtige Rolle spielen dabei makroökonomische Entwicklungen. Die erste Grafik in der Abbildung veranschaulicht, dass die Arbeitslosenquote vor einer Absorptionsphase zunächst steigt und erheblich höher ist als der Stichprobendurchschnitt. Zudem geht dem Höchststand der Arbeitslosigkeit eine starke Verlangsamung des BIP-Wachstums voraus (siehe die zweite Grafik in der Abbildung). Bevor die Episode sinkender Arbeitslosigkeit beginnt, erholt sich das BIP-Wachstum, und schließlich setzt – mit zeitlicher Verzögerung – der Rückgang der Arbeitslosenquote ein.

**Hierbei scheint nicht nur der Konjunkturzyklus eine wichtige Rolle zu spielen, sondern auch der Reformkurs.** Der Reformkurs wird errechnet anhand der OECD-Indikatoren für den Kündigungsschutz und für die Regulierung in den Bereichen Energie, Transport und Kommunikation.<sup>16</sup> Diese Datenreihen dienen als Näherungswert für Arbeits- und Gütermarktreformen. Der Fokus liegt auf relativ umfangreichen Reformen, die definiert werden als solche, die eine Standardabweichung der Veränderung des Indikators über alle Beobachtungen der Zeitreihen hinweg überschreiten.<sup>17</sup> Die Summe der Episoden im Bereich der Arbeits- und Gütermärkte ergibt den Reformkurs. Dieser entspricht dem Wert 0, wenn gemäß der obigen Definition keine Reformen durchgeführt wurden, dem Wert 1, wenn es eine Reformepisode gab, und 2, wenn gleichzeitig Reformen des Kündigungsschutzes und der Regulierung in den Bereichen Energie, Transport und Kommunikation umgesetzt wurden. Die dritte Grafik in der Abbildung zeigt, dass in den Jahren vor der Episode rückläufiger Arbeitslosigkeit tendenziell mehr Reformen durchgeführt wurden. Ein Jahr vor dem Beginn der Episode erreichte die Reformaktivität einen Höchststand, anschließend ließ sie nach. Zusammen betrachtet deuten die drei Grafiken der Abbildung darauf hin, dass die Reformbereitschaft bei geringerem BIP-Wachstum und hoher sowie steigender Arbeitslosigkeit im Schnitt größer ist. Mit anderen Worten: Bei ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen steigt der Reformeifer.

<sup>16</sup> Der Indikator für die Regulierung in den Bereichen Energie, Transport und Kommunikation wird aufgrund seiner jährlichen Verfügbarkeit anstatt des breiter gefassten OECD-Index für die Gütermarktregulierung herangezogen, da Letzterer nur alle fünf Jahre aktualisiert wird.

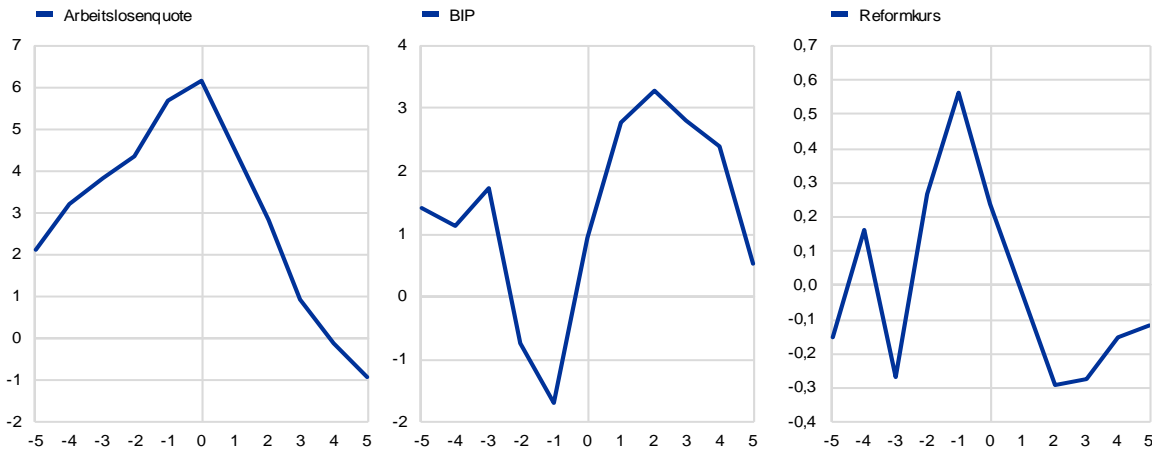
<sup>17</sup> Einen ähnlichen Ansatz verfolgen R. Bouis und R. Duval, Raising Potential Growth After the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from Various Structural Reforms in the OECD Area and Beyond, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 835, 2011.

## Entwicklung der wichtigsten Variablen für Episoden rückläufiger Arbeitslosigkeit

(Arbeitslosigkeit in % der Erwerbspersonen; mittelwertbereinigt)

(Veränderung gegen Vorjahr in %; mittelwertbereinigt)

(Index 0-2; mittelwertbereinigt)



Anmerkung: Der Wert 0 markiert den Beginn der Episode sinkender Arbeitslosigkeit. Jede Variable wird mittelwertbereinigt anhand des Stichprobendurchschnitts an Beobachtungen in einem Jahr (die Arbeitslosenquote anhand der durchschnittlichen Arbeitslosenquote in einem Jahr, das BIP-Wachstum anhand des durchschnittlichen BIP-Wachstums in einem Jahr und der Reformkurs anhand der Zahl der ausgewählten Reformen in einem Jahr).

**Tabelle B**

Wahrscheinlichkeit einer Episode rückläufiger Arbeitslosigkeit (Ergebnisse eines linearen Wahrscheinlichkeitsmodells)

	(1)	(2)
Arbeitslosenquote	0,0596***n	0,0533***
BIP-Wachstum	0,0274***	0,0432**
Reformkurs (t-1)		0,0928*
Jahresdummy	Ja	Ja
Länderdummy	Ja	Ja
Zahl der Beobachtungen	223	143
R <sup>2</sup>	0,427	0,539

Anmerkung: Regression für den Stichprobenzeitraum von 1995 bis 2010 für Länder mit einer Arbeitslosenquote von über 5 %. Robuste Standardfehler sind in Klammern angegeben.

BIP-Wachstumsrate) ebenfalls eine positive Korrelation mit dem Einsetzen einer Episode rückläufiger Arbeitslosigkeit aufweist. Tabelle B lässt den Schluss zu, dass eine Reformepisode die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Periode eines Arbeitslosigkeitsrückgangs um 9 % steigert.

Insgesamt belegen die Ergebnisse, dass die Umsetzung wichtiger Reformen zur Ex-post-Widerstandsfähigkeit beitragen könnte, indem sie den Rückgang der Arbeitslosigkeit beschleunigt.

**Anhand eines linearen Wahrscheinlichkeitsmodells wird die Bedeutung des Reformkurses für die Vorhersage eines episodischen Rückgangs der Arbeitslosigkeit gegengeprüft.** In diesem Modell entspricht die abhängige Variable zu Beginn einer solchen Episode dem Wert 1. Bleibt der Rückgang aus, entspricht sie dem Wert 0. Die Regressions-

ergebnisse zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit einer beginnenden Abnahme der Arbeitslosigkeit mit höheren Arbeitslosenquoten und BIP-Wachstumsraten steigt. Außerdem geht aus der Analyse hervor, dass der Reformkurs (nach Kontrolle der Variablen Arbeitslosenquote und

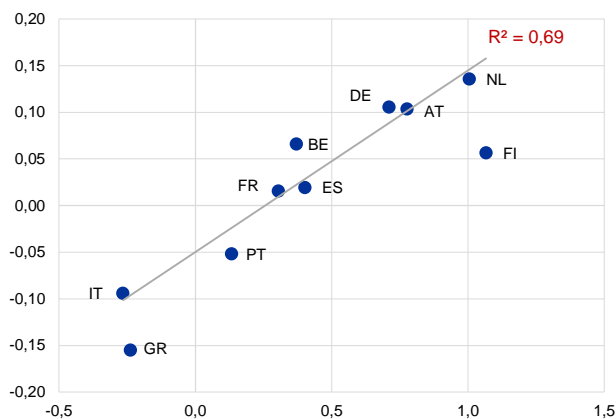
## 3.2 Stärkung der Produktivität und des langfristigen Wachstums

### Die Bedeutung solider und effizienter Institutionen für ein langfristiges Wachstum ist seit den 1970er-Jahren in zahlreichen Forschungsbeiträgen belegt worden.

Bereits Anfang der Siebzigerjahre wurde deutlich, dass die Entwicklung einer effizienten Wirtschaftsordnung und gut abgegrenzte Eigentumsrechte entscheidend dafür waren, dass die westlichen Industrienationen ihr Vermögen im Vergleich zur übrigen Welt vergrößern konnten.<sup>18</sup> Drei­ßig Jahre später zeigten Acemoglu et al.<sup>19</sup> anhand einer Reihe von historischen Episoden in Industrie- und Entwicklungsländern, wie die Existenz (und Durchsetzbarkeit) von Eigentumsrechten die Anreize für Menschen, in Sach- oder Humankapital zu investieren oder effizientere Technologien zu nutzen, bestimmt hat.

Abbildung 8

Institutionen und Wachstum in Europa



Quellen: Eurostat, Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Qualität der Institutionen wird anhand eines Durchschnitts der sechs Worldwide Governance Indicators der Weltbank gemessen (Mitspracherecht und Verantwortlichkeit, Wirksamkeit des Regierungshandelns, Rechtsstaatlichkeit, Regulierungsqualität, Korruptionskontrolle sowie politische Stabilität und Abwesenheit von Gewalt). y-Achse: Das erwartete Wachstum ist das Ergebnis einer einfachen Aufholregression, bei der das durchschnittliche Wachstum des Pro-Kopf-BIP im Zeitraum von 1999 bis 2014 lediglich vom Pro-Kopf-BIP im Jahr 1999 und einer Konstanten abhängt.

### Für die Bedeutung der institutionellen Qualität in Europa gibt es nur recht wenige empirische Belege.

In Abbildung 8 ist die Korrelation zwischen der Restgröße eines einfachen Aufholmodells und der Qualität der Institutionen im Jahr 1999 dargestellt. Dabei hängt das durchschnittliche Wachstum des Pro-Kopf-BIP im Zeitraum von 1999 bis 2014 lediglich vom Pro-Kopf-BIP im Jahr 1999 und einer Konstanten ab. Im Fall der Euro-Länder zeigt sich eine eindeutige positive Beziehung zwischen der Qualität der Institutionen und der Restgröße. Beginnend mit der Evidenz in Abbildung 8 liefern die jüngsten Arbeiten (etwa von Masuch et al.<sup>20</sup>) Analysen, die bestätigen, dass die Qualität der Institutionen ein wichtiger Bestimmungsfaktor für das langfristige Wachstum in Europa ist. Die Ergebnisse scheinen besonders für Länder relevant, deren institutionelles Leistungsniveau unter dem EU-Durchschnitt und deren öffentlicher Schuldenstand über einem gewissen Grenzwert liegen. Außerdem stützen sie die Auffassung, dass die Qualität

der Institutionen in Ländern, in denen der Wechselkurs nicht mehr als Anpassungsinstrument herangezogen werden kann, möglicherweise sogar noch wichtiger für das Langfristwachstum ist. Ein wichtiger Kanal für diesen Wirkungszusammenhang ist der Produktivitätszuwachs. De Rosa et al.<sup>21</sup> haben festgestellt, dass in einer Gruppe von Ländern, die auch europäische Staaten umfasste, Korruption das Produktivitätswachstum auf Unternehmensebene tendenziell zurückgehen ließ.

<sup>18</sup> D. North und R. Thomas, *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge University Press, Cambridge, 1973.

<sup>19</sup> Siehe Fußnote 4.

<sup>20</sup> Siehe K. Masuch et al. in, *Institutions and Growth in Europe*, CEPS Working Document, Nr. 421, 2016; dort wird unter anderem herausgearbeitet, dass sich bei vergleichsweise schwachen Institutionen und einer hohen öffentlichen Verschuldung besonders ungünstige Auswirkungen auf das langfristige Wachstum ergeben.

<sup>21</sup> D. De Rosa, N. Gooroochurn und H. Görg, *Corruption and Productivity: Firm-Level Evidence from the BEEPS Survey*, Policy Research Working Paper, Nr. 5348, Weltbank, 2010.

### **Eine Verbesserung der Funktionsweise von Güter- und Arbeitsmärkten führt langfristig ebenfalls zu höherem Wirtschaftswachstum.**

Dies wurde in zahlreichen empirischen länderübergreifenden und -spezifischen Studien gezeigt. Mit Blick auf die Regulierung der Gütermärkte gibt es deutliche Hinweise darauf, dass neuen Unternehmen durch Regulierung der Markteintritt erschwert wird, was wiederum zu einem Anstieg der Preise und einem Rückgang der Umsätze beiträgt und die Umverteilung von Ressourcen verzögern dürfte.<sup>22</sup> Ein schwächerer Wettbewerb in einem Sektor kann auch die Konkurrenz in anderen Sektoren der Wertschöpfungskette beeinflussen. Untersuchungen haben ergeben, dass eine Deregulierung in Sektoren, die Vorleistungen für die nächste Stufe der Wertschöpfungskette erbringen, den Zugang zu wichtigen Vorleistungsgütern verbessern und so den Wettbewerb auf der nächste Stufe stärken kann.<sup>23</sup> Darüber hinaus dürften Strukturreformen, die es ermöglichen, mit den Leistungsstärksten an den Arbeits- und Gütermärkten mithalten zu können, den Ländern erheblich höhere Produktivitätszuwächse einbringen. Was die Regulierung der Arbeitsmärkte betrifft, so führen Bouis und Duval<sup>24</sup> sowie Bassanini et al.<sup>25</sup> Belege dafür an, dass übermäßig strenge Kündigungsschutzbestimmungen die Produktivität in jenen Sektoren schwächt, in denen die Personalfuktuation allgemein recht hoch ist. Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit der Einschätzung, dass ein strikter Kündigungsschutz es Unternehmen erschwert, rasch auf Veränderungen der Technologien oder der Güternachfrage, die eine Umverteilung oder einen Abbau von Arbeitskräften erfordern würden, zu reagieren, sodass sie zu einem weniger effizienten Ressourceneinsatz gezwungen werden. In diesem Zusammenhang wird in Kasten 4 ein Blick auf die Rigiditäten am Arbeitsmarkt geworfen und untersucht, wie sich diese auf die Reagibilität der Löhne in den Euro-Ländern auswirken. Es wird gezeigt, dass besser funktionierende Arbeitsmarktstrukturen die Reagibilität der Löhne fördern und so den Anpassungsprozess vereinfachen würden, da die Löhne angemessen auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit ansprechen könnten. Jedoch gibt es auch Studien, denen zufolge der Einfluss des Kündigungsschutzes auf die Produktivität weniger eindeutig ist. Koeniger<sup>26</sup> führt an, dass diese Uneindeutigkeit durch bestehende Unternehmen bedingt sein könnte, die innovative Lösungen finden müssen, um einen Stellenabbau zu vermeiden. Andererseits verhindere ein strikterer Kündigungsschutz den Eintritt neuer Firmen auf den Markt und hemme so die Produktivität. Eine restriktive Gütermarktregulierung kann sich außerdem negativ auf den Einsatz von Arbeitskräften auswirken, denn sie verhindert, dass weniger produktive Firmen aus dem Markt ausscheiden oder sich verkleinern, wodurch eine effiziente Verteilung der Arbeitskräfte erschwert wird.

<sup>22</sup> Ein Überblick über die einschlägige Literatur findet sich in: F. Schiantarelli, Product Market Regulation and Macroeconomic Performance: A Review of Cross-Country Evidence, Boston College Working Paper, Nr. 623, 2005.

<sup>23</sup> R. Bourlès et al., Do product market regulations in upstream sectors curb productivity growth? Panel data evidence for OECD countries, in: The Review of Economics and Statistics, Bd. 95, Ausgabe 5, Dezember 2013, S. 1750-1768.

<sup>24</sup> Siehe Fußnote 17.

<sup>25</sup> A. Bassanini et al., Economic Growth: The Role of Policies and Institutions: Panel Data. Evidence from OECD Countries, Working Papers des Economics Department der OECD, Nr. 283, 2001.

<sup>26</sup> W. Koeniger, Dismissal costs and innovation, in: Economics Letters, Bd. 88, Ausgabe 1, Juli 2005, S. 79-84.

## Kasten 4

### Auswirkungen institutioneller Rigiditäten auf die Reagibilität der Löhne im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Kasten wird der Zusammenhang zwischen institutionellen Rigiditäten und der Reagibilität der Löhne in verschiedenen Sektoren beleuchtet und untersucht, wie sich dieser auf die Widerstandsfähigkeit des Euroraums und die Anpassung an Schocks auswirken kann. Es wird aufgezeigt, wie institutionelle Verkrustungen – z. B. Arbeits- und Gütermarktinstitutionen und -vorschriften – die Reagibilität der Löhne auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit vermindern. Folglich führen solche Verkrustungen tendenziell zu höheren Beschäftigungszahlen und Produktionsausfällen, die mit asymmetrischen abwärtsgerichteten Schocks in Zusammenhang stehen, und erschweren Anpassungen, die bei aufwärtsgerichteten Schocks eine exzessive Überhitzung der Wirtschaft verhindern. Güter- und Arbeitsmarktreformen können Lohnrigiditäten vermindern und dabei das Wachstum des Eurogebiets fördern, die Widerstandskraft stärken und die Anpassung an Schocks verbessern.

Institutionelle Rigiditäten, die die Reagibilität der Löhne im Euro-Währungsgebiet auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit vermindern

	Kündigungsschutzbestimmungen	Regulierung in den Bereichen Energie, Transport und Kommunikation	Gewerkschaftlicher Organisationsgrad
Verarbeitendes Gewerbe	<b>0,24</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>
Baugewerbe	<b>0,31</b>	0,03	0,00
Dienstleistungen*	<b>0,27</b>	0,01	0,00

Quellen: Anderton et al. und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die ausgewiesenen Koeffizienten sind die Interaktionsterme zwischen der Arbeitslosenquote und den Indikatoren der institutionellen Rigiditäten aus getrennten Regressionen der Lohn-Phillips-Kurve, die auf Sektorebene geschätzt wurden (nominales Arbeitnehmerentgelt je Stunde). Die Koeffizienten sind fett dargestellt, wenn ihre Signifikanz mindestens 10 % beträgt. Ein positives Vorzeichen des Interaktionsparameters impliziert eine geringere Reaktion der Arbeitslosigkeit auf Veränderungen der Löhne – d. h., die Phillips-Kurve flacht sich ab –, wenn Folgendes gegeben ist: ein höherer Kündigungsschutz (OECD-Indikator zur Messung der Regulierungsintensität in Bezug auf Einzel- und Massenentlassungen von Arbeitnehmern mit regulären/unbefristeten Verträgen), eine strengere Gütermarktregulierung (OECD-Indikator für die Regulierung in den Bereichen Energie, Transport und Kommunikation) und ein höherer gewerkschaftlicher Organisationsgrad (Zahl der Lohn- und Gehaltsempfänger, die Gewerkschaftsmitglieder sind, dividiert durch die Gesamtzahl an Lohn- und Gehaltsempfängern (OECD-Arbeitskräftestatistik)).

\* Koeffizient bezieht sich auf das Ergebnis einer Regression der Reallohn-Phillips-Kurve.

gewerkschaftlicher Organisationsgrad die Reagibilität der Löhne auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit sowohl in Aufschwung- als auch in Abschwungphasen – vor allem in Sektoren wie dem

### Der Evidenz zufolge scheinen in Schlüsselsektoren der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets Lohnrigiditäten zu existieren.

Anderton et al.<sup>27</sup> erhalten Panelschätzungen von Lohn-Phillips-Kurven für vier Wirtschaftssektoren im Euro-Währungsgebiet – verarbeitendes Gewerbe, marktbestimmte Dienstleistungen, Baugewerbe und öffentlicher Sektor – durch Zusammenfassung der Daten der einzelnen Euro-Länder.<sup>28</sup>

Interaktionsterme zwischen Indikatoren institutioneller Rigiditäten und der Arbeitslosenquote sind statistisch signifikant und weisen ein positives Vorzeichen auf, was darauf hindeutet, dass die Reaktion der Löhne auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit geringer ausfällt – d. h., die Phillips-Kurve ist flacher –, wenn die Arbeits- und Gütermärkte stärker reguliert sind. Die Tabelle zeigt, dass ein höherer Kündigungsschutz, eine intensivere Gütermarktregulierung und ein höherer

<sup>27</sup> R. Anderton, A. Hantzsche, S. Savsek und M. Tóth, Sectoral Wage Rigidities and Labour and Product Market Institutions in the Euro Area, Working Paper des CFCM, Nr. 16/01, University of Nottingham, März 2016.

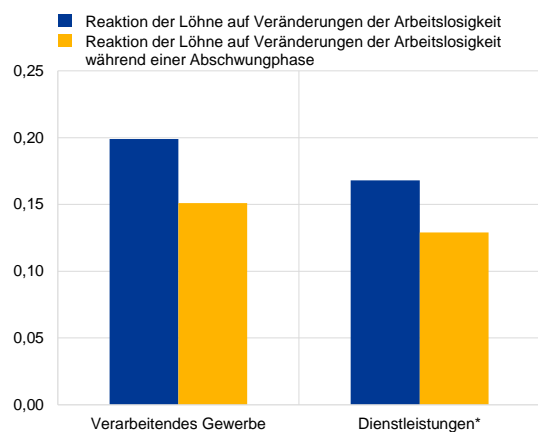
<sup>28</sup> Ihre Feststellungen stehen im Einklang mit Standard-Phillips-Kurven, d. h., dass das Lohnwachstum mit steigender Produktivität und Inflation zunimmt und mit höherer Arbeitslosigkeit abnimmt.



verarbeitenden Gewerbe – zu schwächen scheinen und dabei die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbskanals beeinträchtigen.<sup>29</sup>

### Reaktion der Löhne auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor

(Semi-Elastizität)



Quelle: Anderton et al. und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Absolutwerte der Koeffizienten aus den Regressionen. Ausgewiesen wird die prozentuale Veränderung der Löhne bei einer Veränderung der Arbeitslosigkeit um einen Prozentpunkt (Semi-Elastizitäten). Der Abschwungsparameter zeigt an, inwieweit die Reaktion des Nominallohnzuwachses auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit während eines Wirtschaftsabschwungs verringert wird (basierend auf Panel-Regressionen mit gepoolten Daten der Euro-Länder). Alle Variablen sind bei einem Niveau von 10 % der getrennten Regressionen statistisch signifikant. \* bezeichnet die Schätzung der Reallöhne.

Darüber hinaus scheint die Reaktion der Löhne im Euroraum auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit während einer Konjunkturabschwächung sogar noch geringer auszufallen, was darauf hindeutet, dass die Löhne im Eurogebiet durch beträchtliche abwärtsgerichtete Rigiditäten gekennzeichnet sind. Wie aus der Abbildung hervorgeht, ist die Reaktion der Löhne auf eine veränderte Arbeitslosigkeit während eines Wirtschaftsrückgangs um rund ein Viertel vermindert. Die abwärtsgerichtete Lohnstarrheit tritt dabei besonders im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor zutage, wodurch die Anpassung der Wettbewerbsfähigkeit weiter gehemmt wird.<sup>30</sup> Die Abwärtsrigidität der Löhne wird durch aktuelle Erkenntnisse aus Umfragen auf Mikroebene offenbar bestätigt.<sup>31</sup> Diese lassen den Schluss zu, dass Lohnstopps häufig die Untergrenze der Lohnflexibilität darstellen, da Lohnkürzungen durch institutionelle Gegebenheiten oder vereinbarte Verhandlungsergebnisse nur schwer umzusetzen sind.<sup>32</sup>

**Strukturreformen sind von entscheidender Bedeutung, wenn es darum geht, die Reagibilität der Löhne auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit zu erhöhen.** Eine größere Flexibilität der Löhne würde die Lohndifferenzierung über die verschiedenen Arten von Arbeitnehmern und Sektoren hinweg fördern. Dies würde angemessene Lohnsteigerungen in expandierenden Sektoren ermöglichen, die notwendig sind, um den Umverteilungsprozess zu beschleunigen und ein effizienteres Verhältnis von Arbeitsangebot und -nachfrage zu gewährleisten. Des Weiteren würde

<sup>29</sup> Darüber hinaus weisen die geschätzten Lohn-Phillips-Kurven von Anderton et al. für das verarbeitende und das Dienstleistungsgewerbe – beides Sektoren, die eine zentrale Bedeutung für Anpassungsprozesse hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit haben –, bei der Reaktion auf Schocks das niedrigste Anpassungstempo auf.

<sup>30</sup> Einzelheiten zu den abwärtsgerichteten Lohnrigiditäten, deren Ableitung und möglichen Ursachen finden sich in: EZB, Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

<sup>31</sup> Siehe hierzu EZB, Neue Erkenntnisse zur Lohnanpassung in Europa im Zeitraum von 2010 bis 2013, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>32</sup> In verschiedenen einschlägigen Veröffentlichungen finden sich Belege dafür, dass die abwärtsgerichtete Lohnstarrheit auf Makroebene im Eurogebiet (oder in der EU) mit institutionellen Verkrustungen zusammenhängt, z. B. mit dem hohen Kündigungsschutz oder gewerkschaftlichen Organisationsgrad. Siehe beispielsweise R. Anderton und B. Bonthuis, Downward Wage Rigidities in the Euro Area, Research Paper Series des GEP, Nr. 15/09, University of Nottingham, Juli 2015, F. F. Heinz und D. Rusinova, How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation, Working Paper Series der EZB, Nr. 1360, Juli 2011.

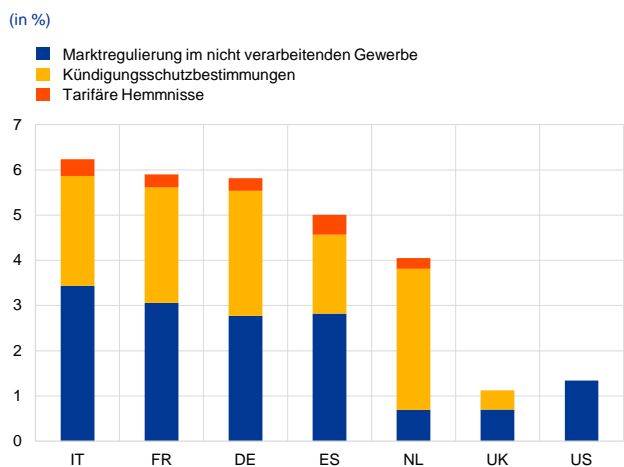
die Beseitigung von Rigiditäten eine schnellere Erholung des Wirtschaftswachstums ermöglichen, die Beschäftigung ankurbeln und den Abwärtsdruck auf die Inflationsrate eindämmen.

### Güter- und Arbeitsmarktreformen zu kombinieren und in einer angemessenen Reihenfolge umzusetzen führt erwiesenermaßen zu größerem Erfolg als einzelne Reformen.

Varga und in't Veld<sup>33</sup> vergleichen strukturelle Arbeits- und Gütermarktindikatoren und definieren für jeden Indikator die Lücke zu den drei Leistungsstärksten. Unter der Annahme, dass diese Lücke zur Hälfte geschlossen wird, ergeben die Simulationen hohe Potenzialgewinne im Hinblick auf Output und Beschäftigung (Anstieg des BIP in der EU um 3 % nach fünf Jahren und um 6 % nach zehn Jahren). Cette et al. stellen eine alternative Analyse an, die diese Ergebnisse stützt (siehe Abbildung 9). In ihrer Berechnung werden die Auswirkungen von Regulierungsmaßnahmen auf die Produktivität über deren Einfluss auf Produktion, Preise und Löhne kanalisiert. Cette et al. simulieren die Wirkung von Reformen auf die TFP in Bezug auf die kleinste Regulierung der Güter- und Arbeitsmärkte. Was die größeren Länder des Euroraums betrifft, so zeigen sie, dass alle Länder deutlich höhere Produktivitätszuwächse erzielen könnten, wenn sie einen Best-Practices-Ansatz verfolgen würden.

#### Abbildung 9

Simulation der langfristigen Auswirkungen von kleinsten Regulierungsmaßnahmen an den Arbeits- und Gütermärkten auf das TFP-Niveau in den größten Ländern des Euro-Währungsgebiets, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten



Quelle: G. Cette et al., Market Regulations, Prices, and Productivity, in: American Economic Review, Bd. 106(5), 2016, S.104-108.

Anmerkung: In der Simulation wird unterstellt, dass die kleinsten Regulierungsmaßnahmen, die ab 2013 zu beobachten waren, sofort in allen Branchen durchgesetzt werden können. Als „kleinste Regulierungsmaßnahmen“ bezeichnen Cette et al. das geringste Maß an Regulierung in den 14 Ländern ihrer Stichprobe, gemessen anhand der folgenden drei Indikatoren: OECD-Indikator für die Regulierung im nicht verarbeitenden Gewerbe, OECD-Indikator für harmonisierte Zölle und OECD-Indikator für den Kündigungsschutz.

#### Zwar besteht in der einschlägigen Literatur

#### Einigkeit über die positiven Langfristfolgen von Reformen, doch ist der Effekt für das kurzfristige Wirtschaftswachstum weniger eindeutig.

Beispielsweise vertreten der IWF<sup>34</sup> sowie Bouis et al.<sup>35</sup> die Auffassung, dass Gütermarktreformen auch kurzfristig schon Erfolge zeigen können, die Wirkung einiger Arbeitsmarktreformen aber erheblich von der zum Zeitpunkt ihrer Umsetzung vorherrschenden Wirtschaftslage abhängt. So hätte beispielsweise eine Verringerung der steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit in Zeiten von Unterauslastung eine stärkere Wirkung. Im Gegensatz dazu erzielten Reformen der Kündigungsschutzbestimmungen und der Arbeitslosenunterstützung in wirtschaftlich guten Zeiten positive Ergebnisse, in schlechten Zeiten könnten sie aber kurz- bis mittelfristig ungünstige Verteilungseffekte nach sich ziehen. Daher ist bei der zeitlichen Abfolge von Reformen sorgfältiges Abwägen geboten. Beispielsweise dürften Reformen zur Beseitigung wesentlicher Engpässe und Ineffizienzen im Regulierungsumfeld, in den Geschäftsbedingungen, in der öffentlichen Verwaltung oder im Justizwesen, durch die Anreize für Markteintritte und Geschäftsausweitungen gesetzt werden, auch kurzfristig zu einer Stärkung der Binnen- nachfrage und der Wirtschaftsleistung beitragen.

<sup>33</sup> J. Varga und J. in't Veld, The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise, European Economy – Economic Papers, Nr. 541, Europäische Kommission, 2014.

<sup>34</sup> IWF, World Economic Outlook: Too slow for too long, April 2016.

<sup>35</sup> R. Bouis et al., The Short-Term Effects of Structural Reforms: an Empirical Analysis, Working Papers des Economics Department der OECD, Nr. 949, 2012.

Während eine angemessene Abfolge von Reformen die potenziellen kurzfristigen Nachteile ausgleichen kann, kann ein längeres Aufschieben notwendiger Reformen dem Wohlstand langfristig schaden und die erforderliche Anpassungsfähigkeit der Länder beeinträchtigen.

### 3.3 Reformfortschritt

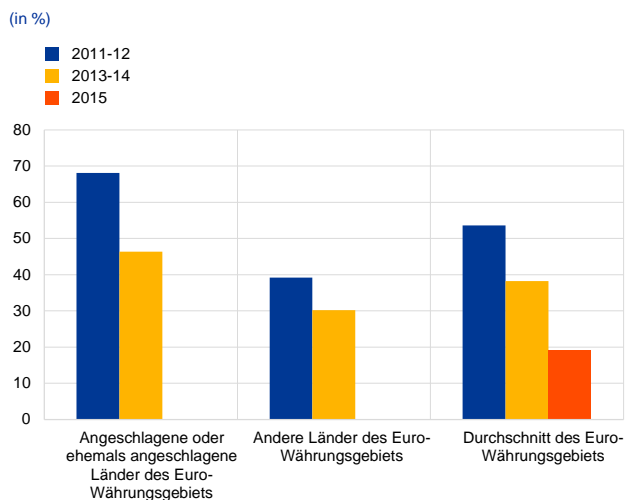
**Wenngleich es angesichts des mit Blick auf die Institutionen und wirtschaftlichen Strukturen noch immer vorhandenen Vorsprungs der Leistungsstärksten gute Argumente für die Durchführung von Reformen gibt, war die Strukturreformdynamik in allen Euro-Ländern in den letzten Jahren relativ schwach.** Zwar ließ die Finanzkrise, verglichen mit den Vorkrisenjahren, eine zusätzliche Reformdynamik entstehen, doch wurden umfangreichere Maßnahmen im Allgemeinen nur in den anfälligsten Ländern in Angriff genommen. Insbesondere in den Staaten, die ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchliefen, wurden wichtige Strukturreformen umgesetzt mit dem Ziel, Verkrustungen an den Arbeits- und Gütermärkten abzubauen. Dies spiegelt sich auch in der Quote der befolgten „Going for Growth“-Empfehlungen der OECD wider (siehe Abbildung 10).<sup>36</sup> Trotz der bemerkenswerten Fortschritte während der Krisenjahre hat die OECD in den letzten Jahren eine deutliche Abschwächung des Reformeifers in den anfälligeren Euro-Ländern beobachtet, die häufig mit dem Ende eines Anpassungsprogramms zusammenhing. Auch im Hinblick auf die länderspezifischen Empfehlungen der EU ist die Umsetzungsquote moderat.<sup>37</sup>

---

<sup>36</sup> OECD, Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report, 2016.

<sup>37</sup> Siehe EZB, Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

**Abbildung 10**  
Umsetzungsquote der „Going for Growth“-  
Empfehlungen der OECD



Quellen: „Going for Growth“-Bericht 2015 und 2016 der OECD.  
Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht das Reformtempo, gemessen anhand des OECD-Indikators für Reformreagibilität. Die Angaben für 2015 beziehen sich auf vollständig umgesetzte Maßnahmen; es liegt keine Aufschlüsselung nach Ländern vor. Die angefragten und ehemals angefragten Länder umfassen Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Portugal und Slowenien. Die Gruppe „andere Länder des Euro-Währungsgebiets“ beinhaltet die Länder des Euroraums, die nicht in der vorherigen Gruppe enthalten sind. Zypern, Lettland, Litauen und Malta werden in dem OECD-Bericht nicht behandelt.

**Die schwache Reformdynamik gibt angesichts der nach wie vor großen Ungleichgewichte Anlass zur Besorgnis.** Eine hohe öffentliche und private

Verschuldung sowie hohe Arbeitslosenquoten belasten die Erholungsfähigkeit der Wirtschaft und erfordern neue Reformimpulse. Zwar wurden einige Ungleichgewichte in den letzten Jahren angegangen, doch würden weitere Strukturreformen die Widerstandsfähigkeit gegen mögliche künftige negative Schocks erhöhen und ein wachstumsfreundlicheres Umfeld schaffen.

**Wettbewerbsfähigere und viele größere Euro-Länder haben wenig dafür getan, die wirtschaftlichen Strukturen und Institutionen zu verbessern.** Die Umsetzungsquoten für die „Going for Growth“-Empfehlungen der OECD wie auch für die

länderspezifischen Empfehlungen deuten darauf hin, dass in den letzten Jahren keine größeren Reformen durchgeführt wurden. Zwar sind diese Länder weniger anfällig für Schocks, doch wirken sich die ausbleibenden Strukturreformen negativ auf ihr nationales Wirtschaftswachstum aus – und bis zu einem gewissen

Grad auch auf das euroraumweite Wachstum (siehe hierzu auch Abschnitt 4).

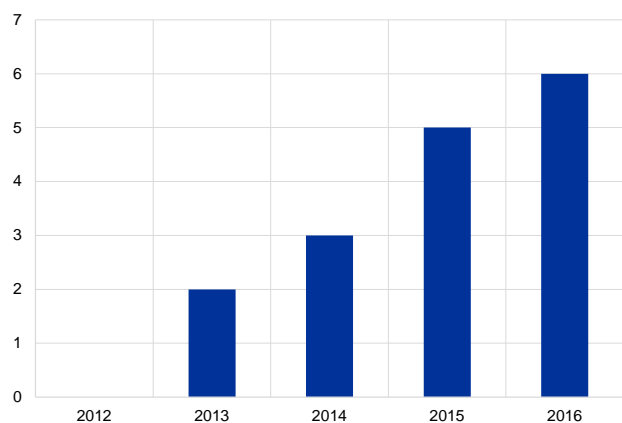
## 4 Reibungsloses Funktionieren der WWU

**In einer Währungsunion gibt es viele Kanäle, über die sich unter anderem die nationale Wirtschaftspolitik auf die anderen Mitgliedstaaten sowie auf die Gemeinschaft insgesamt auswirken kann.** Strukturreformen in einem Mitgliedstaat können positiven – wenn auch vermutlich recht geringen – Einfluss auf das ganze Euro-Währungsgebiet haben.<sup>38</sup> Bleiben die notwendigen Strukturreformen aber aus, könnte dies das reibungslose Funktionieren der WWU untergraben, da sich die Anfälligkeit der betreffenden Länder erhöhen dürfte, wodurch der gesamte Euroraum empfindlicher für negative Schocks wird.

<sup>38</sup> Siehe Europäische Kommission, Cross-border spillovers in euro area countries, Quarterly report on the euro area, Bd. 13, Nr. 4, 2014; K. Weyerstrass et al., Economic spillover and policy coordination in the Euro Area, European Economy – Economics Papers, Nr. 246, Europäische Kommission, März 2006; S. Gomes et al., Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment, Working Paper Series der EZB, Nr. 1323, April 2011.

## Abbildung 11

Zahl der Länder mit einem übermäßigen Ungleichgewicht im Rahmen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht seit 2012



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung ist die Zahl der Länder dargestellt, bei denen die Europäische Kommission in den betreffenden Jahren ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt hat. Länder, die ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm durchlaufen, fallen nach dem Ablauf des Programms automatisch unter das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht. In Irland wurde 2014, in Portugal 2015 und in Zypern 2016 ein solches Verfahren durchgeführt.

**Der gemeinsame wirtschaftspolitische Steuerungsrahmen der EU soll sicherstellen, dass die Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder solide ist und die WWU reibungslos funktioniert.** Die

verstärkte Interdependenz, die sich aus der gemeinsamen Währung und Geldpolitik ergibt, macht eine genauere Überprüfung der nationalen Wirtschaftspolitik der Euro-Länder erforderlich. So wurde der Steuerungsrahmen gestärkt – eine Lehre, die die Krise mit sich gebracht hat. Was die ordnungsgemäße Funktionsweise der Wirtschaftsstrukturen angeht, so zielten die Einführung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht und die Verstärkung der länderspezifischen (Reform-)Empfehlungen darauf ab, eine angemessene Reformdynamik zu gewährleisten. Wie auch die länderspezifischen Empfehlungen ist das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht auf alle EU-Staaten anwendbar, jedoch besonders für die Euro-Länder von Relevanz, da es ein Überwachungsverfahren darstellt, welches verhindern soll, dass

schädliche Ungleichgewichte das reibungslose Funktionieren der WWU gefährden.

**Mithilfe der bestehenden Verfahren konnte jedoch bislang nicht wirksam genug sichergestellt werden, dass die notwendigen Reformen in den Ländern des Eurogebiets umgesetzt werden.** Wie beispielsweise im Fünf-Präsidenten-

Bericht dargelegt ist die vollständige Anwendung des existierenden steuerungs-politischen Instrumentariums grundlegend, wenn es darum geht, Reformbemühungen zu fördern und ein reibungsloses Funktionieren der WWU zu gewährleisten. Was das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht betrifft, wurde der korrektive Teil (also das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht) bisher noch nicht angewandt, wenngleich in den letzten Jahren in immer mehr Ländern ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt wurde (siehe Abbildung 11). Der volle Einsatz der korrektiven Komponente einschließlich der Vereinbarung eines Korrekturmaßnahmenplans mit den betreffenden Ländern könnte die zeitnahe Korrektur übermäßiger Ungleichgewichte vereinfachen und Reformen beschleunigen. Das aktuelle Rahmenwerk könnte bei vollständiger Anwendung die Überprüfung der nationalen Wirtschaftspolitik kurzfristig verbessern.

**Längerfristig könnte die nächste Stufe, wie im Fünf-Präsidenten-Bericht vorgesehen, einen Konvergenzprozess in Richtung widerstandfähiger Strukturen mit bindenderer Wirkung beinhalten.** Dieser neue Prozess, der auf belastbarere Wirtschaftsstrukturen abzielt, würde dazu beitragen, einen klaren Reformkurs festzulegen, der die Widerstandskraft der Euro-Länder und des Euroraums insgesamt stärken würde. Ein erster Schritt in diese Richtung wurde mit der Mitteilung der Europäischen Kommission vom 21. Oktober 2015 unternommen, in der vorgeschlagen wurde, schrittweise bewährte Praktiken zu definieren und mit Blick auf die Anwendung des Steuerungsrahmens über verschiedene Politik- und

Themenbereiche hinweg vergleichende Prüfungen durchzuführen. Die Einführung solcher Best Practices würde die Widerstandsfähigkeit und das Wachstumspotenzial der Euro-Länder erhöhen (siehe hierzu Abschnitt 3).

## 5 Schlussbemerkungen

**Im vorliegenden Aufsatz wurde dargelegt, wie wichtig solide Institutionen und wirtschaftliche Strukturen sind, wenn es darum geht, die Widerstandsfähigkeit zu stärken und ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen.** Es wurde erörtert, wie sich eine Verbesserung der nationalen Institutionen und Strukturen gleich zweifach auszahlen könnte, da sie sowohl dem Wohlergehen der einzelnen Länder als auch dem reibungslosen Funktionieren der WWU zuträglich wäre. Zwar gibt es zahlreiche empirische Belege für diese doppelte Dividende, doch sind die Reformbemühungen in Richtung gemeinsamer Best Practices seit dem Beginn der WWU insgesamt relativ verhalten. Dies fordert einen hohen Tribut: So scheinen das niedrige Trendwachstum des BIP und der geringe Beschäftigungszuwachs vor allem mit den vergleichsweise schwachen nationalen Institutionen und rigiden Marktstrukturen und somit mit dem Fehlen angemessener struktureller und institutioneller Reformen zusammenzuhängen. Nachdem sich der Reformeifer vor allem in den Ländern, die ein Anpassungsprogramm durchliefen, von 2011 bis 2013 spürbar verstärkt hatte, scheint das Reformtempo inzwischen wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt zu sein. Diese nachlassende Dynamik dürfte jedoch angesichts der Tatsache, dass die Länder des Euro-Währungsgebiets leistungsmäßig hinter vergleichbaren anderen OECD-Staaten zurückbleiben, nicht gerechtfertigt sein.

**Der Euroraum scheint noch immer sehr weit von einer Best-Practices-Strategie entfernt zu sein.** Dies gibt Anlass zur Sorge, da das Produktivitätswachstum nach wie vor schwach und die Verschuldung (insbesondere die Staatsverschuldung und der Bestand an notleidenden Privatkrediten) hoch ist und nur langsam sinkt. Die Umsetzung von Reformen voranzutreiben ist eines der Ziele des neuen wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens. Allerdings wurde dieses Ziel in den ersten vier Jahren der Anwendung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht nur selten erreicht. Eine energischere Anwendung der wirtschaftspolitischen Steuerungsinstrumente ist entscheidend, wenn der im Fünf-Präsidenten-Bericht vorgeschlagene Zeitplan für die Vollendung der WWU eingehalten werden soll.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S 2
2 Finanzielle Entwicklungen	S 3
3 Konjunkturentwicklung	S 8
4 Preise und Kosten	S 14
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	S 18
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 23

## Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im Statistical Data Warehouse (SDW) abgerufen werden:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Im Abschnitt „Statistik“ des Wirtschaftsberichts ausgewiesene Daten stehen auch im SDW zur Verfügung:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Methodische Definitionen sind im Abschnitt „General Notes“ des Statistikberichts enthalten:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Einzelheiten zu den Berechnungen können dem Abschnitt „Technical Notes“ des Statistikberichts entnommen werden:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## 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.



# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20 <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet <sup>3)</sup> (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Nahrungsmittel und Energie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	1,9	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,1	2,4	2,2	0,6	6,9	1,7	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 Q3	0,8	0,5	0,4	0,4	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
Q4	0,7	0,3	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 Q1	0,7	0,3	0,4	0,5	1,1	0,6	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,3	.	2,1	-0,1
2016 Jan.	.	.	.	.	.	.	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
Febr.	.	.	.	.	.	.	1,0	1,9	1,0	0,3	0,3	2,3	-0,2
März	.	.	.	.	.	.	0,8	1,9	0,9	0,5	-0,1	2,3	0,0
April	.	.	.	.	.	.	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
Mai	.	.	.	.	.	.	0,8	1,9	1,0	0,3	-0,4	2,0	-0,1
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	1,0	0,5	.	1,9	0,1

Quellen: Eurostat (Spalte 3, 6, 10, 13), BIZ (Spalte 2, 4, 9, 11, 12) und OECD (Spalte 1, 5, 7, 8).

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Für Argentinien liegen aufgrund des am 7. Januar 2016 von der Regierung ausgerufenen Notstands im nationalen Statistiksystem derzeit keine Daten vor. Folglich ist Argentinien nicht in der Berechnung des G-20-Aggregats enthalten. Über das weitere diesbezügliche Vorgehen wird in Abhängigkeit von der künftigen Entwicklung entschieden werden.

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex					Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>				Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</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
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,2	-0,1	5,7
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	2,9	3,8	2,2
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	0,7	3,8	-1,5
2015 Q3	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	0,9	0,4	1,2
Q4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,4	1,0
2016 Q1	51,1	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,6	51,3	49,4	-1,1	0,6	-2,4
Q2	50,8	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	.	.	.
2016 Jan.	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	0,3	-0,5	0,9
Febr.	50,2	50,0	52,7	51,0	49,4	53,0	49,9	50,3	48,9	-0,2	0,0	-0,4
März	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-1,1	0,6	-2,4
April	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	49,9	51,6	48,7	-1,0	1,1	-2,6
Mai	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	.	.	.
Juni	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,8	50,9	49,3	.	.	.

Quellen: Markit (Spalte 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalte 10-12).

1) „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.

2) 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) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
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
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Dez.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Jan.	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Febr.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
März	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
April	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
Mai	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
Juni	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

### 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	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
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
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Dez.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Jan.	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Febr.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
März	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
April	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
Mai	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
Juni	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2) EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

### 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 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
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
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 Dez.	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6
2016 Jan.	320,8	3 030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1 918,6	17 302,3
Febr.	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0
März	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3
April	323,4	3 031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2 075,5	16 543,5
Mai	319,5	2 983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2 065,6	16 612,7
Juni	312,2	2 910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2 083,9	16 068,8

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 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				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahreszinssatz <sup>3)</sup>	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 Juni	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
Juli	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,06	2,32	2,21	2,35	2,56	2,22
Aug.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sept.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
Okt.	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Dez.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016 Jan.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
Febr.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
März	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11
April	0,11	0,57	0,58	0,86	6,54	16,82	5,20	5,98	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
Mai <sup>(p)</sup>	0,10	0,56	0,54	0,88	6,56	16,74	5,15	6,08	6,45	2,56	1,84	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3) 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.

### 2.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	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	
2015 Juni	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
Juli	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
Aug.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,42	1,53	2,03	2,15
Sept.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22
Okt.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15
Nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12
Dez.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08
2016 Jan.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09
Febr.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01
März	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,35	1,74	1,77	2,03
April	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,34	1,59	1,82	1,99
Mai <sup>(p)</sup>	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,75	1,91

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.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 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>1)</sup>							
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
			FMKGs					FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2013	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21	
2014	1 318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34	
2015 Dez.	1 262	517	140	.	61	478	65	296	133	53	.	27	57	26	
2016 Jan.	1 284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33	
Febr.	1 302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31	
März	1 283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40	
April	1 285	519	126	.	77	495	68	352	155	36	.	33	82	46	
Mai	1 296	530	123	.	79	495	68	332	153	36	.	34	75	34	
<b>Langfristig</b>															
2013	15 111	4 403	3 091	.	921	6 069	628	222	70	39	.	16	89	9	
2014	15 130	4 046	3 162	.	995	6 285	642	220	65	43	.	16	85	10	
2015	15 242	3 783	3 273	.	1 067	6 481	637	213	67	44	.	13	81	8	
2015 Dez.	15 242	3 783	3 273	.	1 067	6 481	637	154	49	61	.	16	23	4	
2016 Jan.	15 214	3 753	3 252	.	1 054	6 521	634	206	75	25	.	6	93	8	
Febr.	15 152	3 750	3 172	.	1 047	6 549	633	209	66	42	.	4	88	10	
März	15 154	3 728	3 126	.	1 058	6 603	639	249	73	39	.	26	94	17	
April	15 118	3 724	3 139	.	1 075	6 548	633	217	61	33	.	25	91	7	
Mai	15 250	3 731	3 176	.	1 098	6 611	634	235	58	48	.	34	87	8	

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den monatlichen Durchschnitt im Jahresverlauf.

### 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								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2013	16 366,6	4 886,3	3 214,7	.	987,4	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 448,2	4 588,1	3 290,8	.	1 053,4	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 503,1	4 300,8	3 413,2	.	1 128,3	6 959,4	701,4	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2015 Dez.	16 503,1	4 300,8	3 413,2	.	1 128,3	6 959,4	701,4	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016 Jan.	16 498,7	4 277,2	3 394,1	.	1 121,5	7 004,9	701,1	6 343,7	490,7	858,0	4 995,0
Febr.	16 453,5	4 286,2	3 313,9	.	1 118,0	7 036,4	698,9	6 240,5	471,7	877,4	4 891,5
März	16 436,9	4 243,4	3 260,2	.	1 129,4	7 096,6	707,2	6 419,6	483,4	902,0	5 034,2
April	16 402,5	4 243,1	3 264,5	.	1 152,2	7 042,5	700,2	6 462,3	505,5	909,8	5 047,0
Mai	16 545,5	4 261,0	3 298,7	.	1 177,5	7 106,7	701,6	6 552,2	491,5	915,6	5 145,0
<b>Wachstumsraten</b>											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 Dez.	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Jan.	-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
Febr.	-0,7	-7,1	1,1	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
März	-0,9	-6,9	-0,9	.	3,4	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6
April	-0,9	-6,7	-0,2	.	4,1	1,7	-0,2	0,9	2,6	1,8	0,6
Mai	-0,5	-5,9	-0,1	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.8 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG <sup>2)</sup> 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8
2015 Q3	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,6
Q4	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,2
2016 Q1	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1
Q2	94,9	90,2	91,5	-	-	-	110,8	90,3
2016 Jan.	93,6	89,1	90,2	-	-	-	109,9	89,6
Febr.	94,7	90,0	91,4	-	-	-	111,3	90,8
März	94,1	89,5	90,8	-	-	-	110,0	89,8
April	94,8	90,1	91,6	-	-	-	110,6	90,2
Mai	95,1	90,4	91,7	-	-	-	111,1	90,6
Juni	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,2
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2016 Juni	-0,3	-0,2	-0,4	-	-	-	-0,5	-0,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2016 Juni	2,6	1,9	2,4	-	-	-	4,3	3,0

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht.

2) Mit den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierte Zeitreihen sind nur für die EWK-18-Gruppe von Handelspartnern verfügbar.

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
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
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 Q3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
Q4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 Q1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
Q2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
2016 Jan.	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Febr.	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
März	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
April	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
Mai	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
Juni	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2016 Juni	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,2	-3,9	-0,1	1,6	0,5	0,4	-1,5	-0,7
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2016 Juni	6,4	-0,7	-0,9	-0,3	0,6	-14,6	5,8	9,7	1,3	0,7	4,2	0,1

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 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
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2015 Q2	22 097,0	23 303,8	-1 206,8	9 376,5	7 521,5	7 195,1	10 684,5	-29,3	4 896,2	5 097,9	658,5	13 264,2
Q3	21 671,7	22 842,6	-1 170,9	9 391,6	7 625,3	6 854,1	10 158,7	-36,3	4 818,1	5 058,6	644,2	13 116,6
Q4	22 191,1	23 156,8	-965,7	9 747,6	7 960,0	7 178,8	10 282,5	-28,3	4 648,8	4 914,3	644,2	12 962,3
2016 Q1	22 117,4	23 375,2	-1 257,7	9 683,3	8 217,7	7 097,5	10 059,8	-28,0	4 689,4	5 097,6	675,3	13 287,1
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2016 Q1	211,1	223,1	-12,0	92,4	78,4	67,7	96,0	-0,3	44,7	48,6	6,4	126,8
<b>Transaktionen</b>												
2015 Q2	98,1	19,0	79,0	114,3	128,5	136,8	21,4	4,1	-154,8	-130,8	-2,4	-
Q3	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	-
Q4	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	-
2016 Q1	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	-
2015 Dez.	-106,4	-200,0	93,6	98,5	31,7	25,1	-57,4	21,8	-260,0	-174,3	8,1	-
2016 Jan.	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	-
Febr.	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	-
März	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	-
April	185,5	142,6	42,9	20,3	12,4	73,2	-47,9	-6,1	99,7	178,1	-1,6	-
Mai	136,5	92,4	44,1	57,5	20,7	31,1	21,2	-1,6	46,4	50,5	3,1	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2016 Mai	886,7	470,5	416,2	558,6	458,6	411,4	-136,7	57,6	-153,8	148,6	12,8	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2016 Mai	8,5	4,5	4,0	5,3	4,4	3,9	-1,3	0,5	-1,5	1,4	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag <sup>1)</sup>			
		Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2013	9 931,8	9 595,2	5 558,5	2 094,5	1 949,0	1 004,3	573,1	366,7	-6,8	336,6	4 373,3	4 036,8
2014	10 106,2	9 732,6	5 631,1	2 128,1	1 984,5	1 007,4	595,7	376,3	-11,1	373,5	4 521,3	4 147,8
2015	10 406,5	9 944,9	5 738,4	2 169,4	2 056,7	1 022,2	630,9	398,3	-19,5	461,6	4 769,9	4 308,2
2015 Q2	2 591,5	2 474,6	1 432,6	540,6	509,8	253,4	155,6	99,5	-8,4	116,9	1 197,0	1 080,0
Q3	2 608,3	2 491,4	1 439,9	543,6	513,5	254,2	156,7	101,4	-5,6	116,9	1 197,5	1 080,6
Q4	2 629,9	2 513,2	1 446,0	546,9	522,7	257,9	162,9	100,6	-2,4	116,7	1 201,5	1 084,8
2016 Q1	2 650,1	2 530,5	1 450,5	551,8	528,4	260,9	164,4	101,8	-0,1	119,5	1 191,6	1 072,1
In % des BIP												
2015	100,0	95,6	55,1	20,8	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2015 Q2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,3	2,5	-	-	1,6	0,9
Q3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,5	0,2	0,5	1,2	-	-	0,4	1,3
Q4	0,4	0,7	0,3	0,5	1,4	1,3	3,2	-0,9	-	-	0,7	1,4
2016 Q1	0,6	0,7	0,6	0,4	0,8	0,7	1,1	0,7	-	-	0,4	0,7
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5
2015	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,0	5,1	4,6	-	-	5,3	6,1
2015 Q2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,7	5,0	-	-	6,1	5,9
Q3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,6	0,7	3,2	6,6	-	-	4,8	5,6
Q4	1,7	2,3	1,6	1,6	3,6	1,8	6,1	4,1	-	-	4,2	5,9
2016 Q1	1,7	2,1	1,7	1,5	2,9	1,3	5,1	3,6	-	-	3,1	4,3
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2015 Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
Q3	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	-	-
Q4	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 Q1	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,7	1,8	0,9	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	-	-
2015 Q2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
Q3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,2	-	-
Q4	1,7	2,2	0,9	0,3	0,7	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,5	-	-
2016 Q1	1,7	2,0	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,4	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2013	8 927,3	152,3	1 737,0	458,1	1 680,2	412,6	442,3	1 030,6	945,2	1 751,4	317,6	1 004,5
2014	9 073,2	146,7	1 756,9	461,6	1 711,0	417,6	453,9	1 051,0	968,0	1 781,8	324,8	1 033,0
2015	9 335,6	146,1	1 817,9	469,3	1 770,7	433,6	455,3	1 075,1	1 009,6	1 823,9	334,1	1 070,9
2015 Q2	2 323,9	36,1	453,7	116,3	440,7	108,0	113,9	267,4	251,1	453,6	83,0	267,7
Q3	2 339,3	36,6	455,0	116,9	444,2	108,8	113,4	270,1	253,3	457,1	83,8	269,0
Q4	2 357,3	37,5	455,6	118,7	447,3	110,2	113,4	272,0	256,9	460,9	84,7	272,7
2016 Q1	2 378,2	36,0	461,7	120,7	453,0	110,8	114,6	273,0	258,6	464,3	85,5	271,9
In % der Wertschöpfung												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2015 Q2	0,3	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,0	0,1	0,8	0,1	0,2	1,0
Q3	0,3	0,6	0,3	-0,1	0,4	0,5	-0,4	0,6	0,4	0,3	0,5	0,3
Q4	0,3	0,9	-0,3	0,9	0,3	0,6	0,9	0,4	0,7	0,2	0,7	1,3
2016 Q1	0,6	-0,5	1,0	0,7	1,0	0,5	0,9	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,5	1,9	0,3	2,0	2,8	0,8	1,0	2,7	0,9	1,1	2,7
2015 Q2	1,5	0,1	1,7	0,1	2,1	3,2	1,0	0,7	2,8	0,8	0,9	2,7
Q3	1,5	-0,1	1,8	0,3	1,9	2,5	0,0	1,0	2,6	1,0	0,9	3,0
Q4	1,5	1,9	1,4	1,0	1,7	2,5	1,0	1,3	2,9	0,9	1,6	2,9
2016 Q1	1,5	1,2	1,5	1,0	2,0	2,5	1,5	1,2	2,3	0,8	1,7	2,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2015 Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2016 Q1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 Q2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q3	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q4	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	-
2016 Q1	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.



## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 Q2	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
Q3	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
Q4	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 Q1	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 Q2	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
Q3	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
Q4	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 Q1	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 Q2	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
Q3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
Q4	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 Q1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.4 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 Er- werbs- per- sonen		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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,595	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,629	11,6	6,1	15,213	10,4	3,417	23,7	9,931	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,553	4,6	17,439	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,253	10,7	8,186	11,0	1,6
2015 Q2	160,457	4,6	17,688	11,0	5,7	14,517	9,9	3,171	22,5	9,404	10,9	8,283	11,2	1,5
Q3	160,589	4,4	17,220	10,7	5,3	14,105	9,6	3,115	22,2	9,139	10,6	8,082	10,9	1,5
Q4	161,081	4,5	16,912	10,5	5,4	13,841	9,4	3,071	21,9	8,942	10,3	7,970	10,7	1,6
2016 Q1	161,003	4,5	16,616	10,3	5,2	13,617	9,2	3,000	21,5	8,721	10,1	7,895	10,6	1,7
2015 Dez.	-	-	16,818	10,4	-	13,767	9,4	3,051	21,8	8,893	10,3	7,926	10,7	-
2016 Jan.	-	-	16,722	10,4	-	13,689	9,3	3,033	21,7	8,788	10,1	7,934	10,7	-
Febr.	-	-	16,673	10,3	-	13,652	9,3	3,021	21,6	8,755	10,1	7,918	10,6	-
März	-	-	16,454	10,2	-	13,509	9,2	2,945	21,1	8,621	9,9	7,833	10,5	-
April	-	-	16,378	10,2	-	13,464	9,1	2,914	20,9	8,533	9,8	7,845	10,5	-
Mai	-	-	16,266	10,1	-	13,381	9,1	2,885	20,7	8,467	9,8	7,800	10,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- einkang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	1,5	1,7	0,9	2,0	2,0	0,9	-0,8	2,5	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8
2015 Q3	2,0	2,2	1,0	2,7	2,8	1,1	-1,1	2,0	3,4	2,6	4,1	2,9	9,4
Q4	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,8	0,7	1,5	2,5	1,3	3,4	2,2	10,0
2016 Q1	1,4	2,2	1,9	3,3	1,3	-3,5	2,8	0,7	2,2	1,8	2,8	1,0	9,4
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
2016 Jan.	3,5	4,6	2,6	5,3	6,7	-3,4	5,4	1,2	2,1	1,3	3,3	-0,1	10,8
Febr.	0,9	2,1	2,4	3,4	0,9	-6,7	3,8	1,2	2,7	2,6	3,2	1,2	10,3
März	0,2	0,2	0,8	1,7	-3,0	-0,5	0,0	-0,4	1,7	1,5	1,9	2,0	7,6
April	2,2	2,2	1,6	3,6	1,1	3,3	-1,0	-2,6	1,4	0,3	2,1	2,1	8,5
Mai	0,5	0,6	0,8	0,3	0,6	-1,1	-0,8	.	1,6	0,2	2,5	2,2	10,4
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,9
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2016 Jan.	2,4	2,4	1,2	3,9	2,8	2,4	2,1	-0,6	0,2	0,4	0,4	0,0	0,6
Febr.	-1,2	-1,1	0,1	-1,1	-2,1	-1,8	-0,7	-0,2	0,3	0,4	0,4	-0,2	-0,5
März	-0,8	-1,3	-1,0	-1,1	-2,9	3,1	-1,5	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,5	-1,5
April	1,4	1,5	0,4	1,7	2,6	1,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	0,5	0,2	1,1
Mai	-1,2	-1,0	-0,4	-2,3	-0,4	-4,3	-0,5	.	0,4	0,0	0,7	0,0	0,4
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,2

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 Q3	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
Q4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 Q1	104,0	-3,8	81,8	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
Q2	104,3	-3,4	.	-7,8	-18,4	1,8	11,2	.	52,0	53,0	53,1	53,1
2016 Febr.	103,9	-4,1	-	-8,8	-17,5	1,3	10,8	-	51,2	52,3	53,3	53,0
März	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,8	-	51,6	53,1	53,1	53,1
April	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	88,9	51,7	52,6	53,1	53,0
Mai	104,6	-3,7	-	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1
Juni	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,8	-	52,8	53,9	52,8	53,1
Juli	.	.	-	-7,9	.	.	.	-	.	.	.	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalte 1-8) und Markit (Spalte 9-12).

### 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 Bruttoeinkommen	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	
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,5	132,9	1,4	-6,7	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,9	32,6	4,1	130,4	2,0	-0,8	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,1	32,8	4,8	132,0	1,6	3,5	1,0
2015 Q2	12,7	93,6	1,8	1,9	0,1	2,9	1,7	33,5	5,7	133,1	2,4	3,9	1,4
Q3	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,7	2,2	33,6	6,1	132,0	2,6	2,4	1,6
Q4	12,5	93,5	2,2	2,1	3,9	3,5	2,9	33,8	6,4	131,6	3,3	6,8	1,8
2016 Q1	.	.	2,1	2,1	4,6	2,4	3,7	33,6	6,3	133,1	3,0	5,9	1,7

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettoszunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) 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.

3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnungslegung entspricht.

4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

### 3 Konjunktorentwicklung

#### 3.8 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz (in Mrd €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 Q2	910,5	827,9	82,7	534,5	447,0	192,7	176,6	156,9	145,8	26,5	58,5	9,8	38,0
Q3	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
Q4	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016 Q1	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
2015 Dez.	294,8	269,3	25,4	173,3	142,9	65,0	60,3	48,0	47,6	8,5	18,5	6,3	5,4
2016 Jan.	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
Febr.	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
März	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
April	293,3	257,0	36,4	172,8	139,3	62,0	55,8	50,0	43,5	8,5	18,4	2,1	1,9
Mai	286,1	255,3	30,8	167,7	137,1	62,4	56,5	47,2	44,1	8,7	17,6	1,9	1,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2016 Mai	3 558,6	3 211,5	347,1	2 084,3	1 719,3	769,2	707,7	604,1	560,3	100,9	224,3	43,1	63,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2016 Mai	34,0	30,6	3,3	19,9	16,4	7,3	6,8	5,8	5,3	1,0	2,1	0,4	0,6

1) Nicht saisonbereinigt.

#### 3.9 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets (Warenverkehr)<sup>1)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>2)</sup> (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungsgüter	Investitions-güter	Konsum-güter		Vorleistungsgüter	Investitions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
												3	4
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2015 Q2	8,2	4,2	516,7	243,2	106,2	154,1	431,7	456,5	266,3	71,2	111,8	319,6	60,0
Q3	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	153,0	423,6	444,9	252,7	70,9	112,6	317,8	50,5
Q4	3,6	2,2	509,1	236,8	105,5	153,7	426,4	443,3	247,0	73,0	114,3	324,3	44,6
2016 Q1	-1,1	-2,6	502,5	233,6	103,8	151,0	421,9	436,9	240,7	71,1	116,2	325,3	37,2
2015 Dez.	4,1	3,3	171,3	79,3	35,4	51,9	142,1	147,7	81,7	23,9	38,8	108,2	14,5
2016 Jan.	-2,1	-0,9	167,5	78,1	34,2	50,6	141,0	146,8	81,4	23,3	38,9	109,5	12,6
Febr.	1,2	2,0	167,0	78,2	33,9	50,3	140,1	146,9	80,4	24,0	39,0	109,9	12,1
März	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,7	50,1	140,8	143,2	78,9	23,8	38,3	105,9	12,6
April	-0,9	-5,3	168,7	77,6	35,4	50,9	145,8	143,3	77,9	23,8	38,2	109,0	13,2
Mai	1,9	-2,2	165,6	.	.	.	139,6	141,1	.	.	.	104,4	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2015 Q2	2,9	2,4	118,4	114,7	120,2	122,8	118,8	105,1	104,9	104,7	106,0	107,9	99,4
Q3	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,7	116,9	105,9	105,4	106,3	106,4	108,0	98,9
Q4	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,6	117,5	107,3	107,3	107,0	107,7	110,1	101,5
2016 Q1	-1,1	2,3	118,4	116,0	117,2	121,6	116,9	109,6	110,7	105,3	109,4	110,9	110,3
2015 Nov.	3,9	7,3	117,8	114,3	119,0	122,1	117,4	106,6	106,0	107,4	107,8	110,8	95,3
Dez.	0,8	4,4	119,0	116,2	118,3	123,6	116,6	107,7	108,3	101,9	109,3	108,8	107,0
2016 Jan.	-3,7	1,1	117,8	115,7	115,6	121,8	116,7	109,6	111,1	103,9	108,8	111,3	110,6
Febr.	1,2	7,0	118,2	116,7	115,1	121,6	116,7	110,6	111,4	106,4	109,7	112,2	114,0
März	-0,9	-0,7	119,1	115,6	120,9	121,3	117,4	108,5	109,6	105,6	109,7	109,3	106,4
April	1,4	3,0	119,4	115,4	120,1	124,0	121,7	107,8	106,8	105,8	109,1	112,5	103,8

Quellen: EZB und Eurostat.

1) 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.

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise	
		Insgesamt ohne Nahrungs- mittel und Energie	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2016)	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5	
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,3	2,1	
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2015 Q3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
Q4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6	
2016 Q1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3	
Q2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1	
2016 Jan.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3	
Febr.	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3	
März	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,6	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3	
April	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1	
Mai	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1	
Juni	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,2	0,0	0,2	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohn- ungs- mieten	
							14	15	16	17	18		19
Gewichte in % (2016)	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	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	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2015 Q3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0	
Q4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2	
2016 Q1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2	
Q2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2	
2016 Jan.	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2	
Febr.	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3	
März	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3	
April	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2	
Mai	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1	
Juni	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3	
	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Serien für das Euro-Währungsgebiet zu veröffentlichen (siehe EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3/2016 – [www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Wirtschaftsberichte/2016/2016\\_03\\_ezb\\_wb.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2016/2016_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile)).

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien <sup>1)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>1)</sup>	
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt Verarbei- tendes Gewerbe	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie				
			Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,8
2015 Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,3	4,0
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,6	3,5
Q4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,3	2,2	4,9
2016 Q1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-11,1	-0,2	2,9	.
2015 Dez.	102,1	-3,0	-2,2	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 Jan.	101,0	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,0	-8,9	-	-	-
Febr.	100,3	-4,1	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,4	-	-	-
März	100,6	-4,1	-3,1	-1,1	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,9	-	-	-
April	100,3	-4,4	-3,2	-1,2	-2,9	0,4	-0,6	-1,0	0,0	-12,5	-	-	-
Mai	100,8	-3,9	-2,9	-1,2	-2,9	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,8	-	-	-

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

1) 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 %)

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saison- berei- tigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,6	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,9	1,3	0,3	0,2	0,6	0,7	0,2	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 Q3	106,0	1,4	0,4	0,3	0,6	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
Q4	106,5	1,4	0,5	0,3	0,7	0,8	-0,1	-2,3	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 Q1	106,7	1,3	0,6	0,4	1,0	0,9	-1,1	-3,0	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	42,0	-8,9	-1,1	-13,4	-11,3	-9,3	-13,1
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	31,0	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
März	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-10,1	-6,4	-12,3	-13,2	-12,9	-13,5
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,8	0,1	-15,4	-11,9	-8,8	-14,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-6,8	3,4	-12,7	-8,7	-6,2	-10,9

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und Thomson Reuters (Spalte 9).

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

2) 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 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise		
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2015 Q3	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9	
Q4	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 Q1	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
Q2	-0,9	1,9	4,6	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0	
2016 Jan.	-4,1	0,2	3,5	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1	
Febr.	-5,6	1,4	3,8	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9	
März	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1	
April	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7	
Mai	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5	
Juni	0,7	2,0	3,7	-7,8	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0	

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5
2015 Q2	108,4	1,8	2,2	0,5	1,8	1,6	1,5
Q3	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,5
Q4	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5
2016 Q1	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2013	103,8	1,2	-2,3	2,0	0,7	0,9	-1,4	3,4	-2,5	1,3	1,4	2,3
2014	104,8	1,0	-2,6	1,3	0,7	0,4	0,8	1,2	0,6	2,0	1,3	0,5
2015	105,5	0,7	0,5	0,1	0,6	0,8	0,6	-0,3	3,5	1,8	1,1	1,0
2015 Q2	105,3	0,8	0,7	0,6	1,3	0,5	0,5	-0,3	3,4	1,5	1,0	1,3
Q3	105,6	0,8	0,9	0,1	0,5	0,9	1,5	0,4	3,6	2,1	1,0	1,1
Q4	106,0	0,9	0,0	0,3	-0,2	1,8	1,1	-0,3	3,9	1,5	1,4	1,0
2016 Q1	106,0	0,9	0,5	0,5	0,2	1,1	0,0	0,8	2,2	2,3	1,4	1,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 Q2	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
Q3	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
Q4	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 Q1	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2013	101,4	0,4	4,9	0,6	0,6	0,0	2,2	-1,6	2,6	0,0	0,1	-0,4
2014	101,7	0,3	2,7	0,8	0,9	0,6	1,2	0,4	0,4	-0,6	-0,2	0,1
2015	102,3	0,6	0,4	1,6	0,4	0,6	1,7	0,9	-0,5	-0,2	0,0	0,3
2015 Q2	102,3	0,6	-0,3	1,5	-0,5	1,0	2,3	0,8	-1,2	-0,1	0,0	0,3
Q3	102,3	0,5	-0,3	1,4	0,8	0,5	1,0	0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,4
Q4	102,4	0,4	1,7	1,0	1,3	0,0	1,0	1,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
2016 Q1	102,6	0,3	1,1	0,8	1,4	0,3	-0,1	1,1	-0,6	-0,8	-0,2	-0,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 Q2	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
Q3	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
Q4	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 Q1	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2013	103,5	1,2	4,7	0,8	2,2	0,8	2,6	-1,0	4,0	1,1	0,7	0,9
2014	103,8	0,4	4,2	0,3	0,8	0,8	1,0	0,5	0,8	-0,6	-0,4	0,8
2015	104,2	0,4	-0,4	1,1	-0,3	0,8	0,8	0,9	-0,9	-0,4	-0,2	0,1
2015 Q2	104,3	0,5	-0,7	0,8	-0,9	1,4	1,2	0,9	-1,7	-0,3	-0,1	0,2
Q3	104,1	0,2	-1,1	0,8	0,2	0,9	-0,4	0,3	-1,8	-0,9	-0,3	0,0
Q4	104,1	0,1	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	0,6	0,2	-0,3	-0,1	0,0
2016 Q1	104,5	0,1	-0,4	0,6	0,7	0,2	-0,6	0,8	-0,2	-1,5	0,0	0,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.



## 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											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte							
1	2	3	4	5	Bestände							
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 952,3	5 920,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10 321,7
2015	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2015 Q2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	436,8	100,6	627,6	10 580,9
Q3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	452,8	75,2	626,4	10 693,4
Q4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016 Q1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,1
2015 Dez.	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016 Jan.	1 044,5	5 625,5	6 670,0	1 450,1	2 156,8	3 606,9	10 276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10 915,9
Febr.	1 046,9	5 669,4	6 716,2	1 430,2	2 165,1	3 595,2	10 311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10 960,3
März	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,1
April	1 047,5	5 747,6	6 795,1	1 408,6	2 162,6	3 571,2	10 366,3	88,4	470,4	98,4	657,1	11 023,5
Mai <sup>(p)</sup>	1 051,2	5 785,9	6 837,2	1 406,7	2 172,1	3 578,8	10 416,0	88,2	476,3	88,2	652,7	11 068,7
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,6	-90,9	3,2	-87,7	349,9	1,0	10,8	12,8	24,6	374,5
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,1	484,7
2015 Q2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
Q4	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016 Q1	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,5
2015 Dez.	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016 Jan.	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
Febr.	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
März	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,9	-6,9	50,5
April	-4,0	32,5	28,5	-18,4	-1,0	-19,5	9,0	2,8	6,8	8,7	18,4	27,4
Mai <sup>(p)</sup>	3,7	33,8	37,4	-3,3	9,4	6,2	43,6	-0,3	5,9	-9,7	-4,1	39,5
Wachstumsraten												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2015 Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,3	0,6	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,6	0,7	4,9
Q4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2016 Q1	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,1	-0,9	5,0
2015 Dez.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2016 Jan.	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-14,3	-0,9	5,1
Febr.	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-11,0	-2,2	4,9
März	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,1	-0,9	5,0
April	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-28,4	6,1	-4,1	-2,1	4,6
Mai <sup>(p)</sup>	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,0	-16,7	8,9	-2,3	2,8	4,9

Quelle: EZB.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 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>					Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungs- gesellschaften und Pensi- onseinrich- tungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>	
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jah- ren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Mo- naten	Repoge- schäfte				11
<b>Bestände</b>														
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1	
2014	1 814,9	1 318,7	365,4	111,6	19,2	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	896,0	222,7	333,1	
2015	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2015 Q2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 647,3	2 911,4	735,1	1 998,0	2,8	955,1	228,0	340,9	
Q3	1 901,1	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2	
Q4	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2016 Q1	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8	
2015 Dez.	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2016 Jan.	1 966,0	1 520,9	319,8	115,5	9,8	5 764,6	3 077,4	694,5	1 989,1	3,5	986,0	224,2	377,7	
Febr.	1 976,9	1 530,7	320,7	116,0	9,6	5 795,2	3 102,9	693,4	1 996,0	2,9	979,4	232,1	373,5	
März	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8	
April	2 009,0	1 561,8	322,9	115,7	8,6	5 849,0	3 158,7	693,0	1 994,0	3,3	957,9	213,8	377,5	
Mai <sup>(p)</sup>	2 011,3	1 567,6	319,2	116,4	8,1	5 878,1	3 184,3	691,2	1 998,9	3,7	974,2	214,7	374,8	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8	
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7	
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9	
2015 Q2	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9	
Q3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4	
Q4	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1	
2016 Q1	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3	
2015 Dez.	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8	
2016 Jan.	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,3	16,7	0,6	-4,0	1,0	-3,8	-0,4	15,0	
Febr.	10,7	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	7,8	-2,7	
März	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9	
April	22,3	26,7	-2,6	-0,2	-1,5	17,0	19,2	-1,4	-1,5	0,7	-19,6	-6,4	2,6	
Mai <sup>(p)</sup>	0,1	4,1	-4,2	0,8	-0,6	28,2	24,9	-2,0	4,9	0,4	13,6	0,7	-2,9	
<b>Wachstumsraten</b>														
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5	
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3	
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2015 Q2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3	
Q3	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8	
Q4	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2016 Q1	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,0	-3,2	9,8	
2015 Dez.	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2016 Jan.	6,5	10,8	-9,0	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8	
Febr.	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,8	1,8	7,8	
März	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,0	-3,2	9,8	
April	8,4	12,0	-3,3	2,4	-23,5	4,3	10,6	-8,1	0,0	-6,6	0,5	-7,3	9,3	
Mai <sup>(p)</sup>	8,0	11,1	-2,3	3,6	-33,2	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,3	2,0	-7,2	7,9	

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 ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 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								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre 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>												
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,9	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014	3 608,3	1 132,4	2 473,8	12 562,7	10 510,6	10 921,2	4 271,5	5 200,4	909,8	128,9	1 277,4	774,7
2015	3 896,5	1 110,0	2 784,1	12 680,5	10 591,3	10 989,2	4 273,1	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,5
2015 Q2	3 683,4	1 137,9	2 543,1	12 636,8	10 592,2	10 986,4	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 255,3	789,4
Q3	3 819,0	1 127,6	2 689,0	12 653,1	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,9	777,3
Q4	3 896,5	1 110,0	2 784,1	12 680,5	10 591,3	10 989,2	4 273,1	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,5
2016 Q1	4 049,0	1 115,0	2 920,9	12 708,9	10 645,2	11 029,0	4 290,2	5 338,3	908,1	108,6	1 312,3	751,4
2015 Dez.	3 896,5	1 110,0	2 784,1	12 680,5	10 591,3	10 989,2	4 273,1	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,5
2016 Jan.	3 967,5	1 117,0	2 848,1	12 689,3	10 616,8	11 013,0	4 288,7	5 311,7	890,8	125,5	1 306,1	766,4
Febr.	4 007,2	1 117,5	2 887,4	12 728,5	10 658,6	11 043,9	4 301,9	5 329,9	900,4	126,4	1 309,1	760,8
März	4 049,0	1 115,0	2 920,9	12 708,9	10 645,2	11 029,0	4 290,2	5 338,3	908,1	108,6	1 312,3	751,4
April	4 096,2	1 125,8	2 957,3	12 705,6	10 639,8	11 023,3	4 290,3	5 343,4	892,6	113,6	1 317,9	748,0
Mai <sup>4)</sup>	4 146,3	1 127,2	3 005,9	12 741,4	10 656,8	11 048,6	4 307,5	5 346,5	891,6	111,2	1 330,8	753,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	15,9	56,1	-104,0	-50,3	-33,9	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,2	-20,8	304,6	99,9	71,1	51,1	3,1	98,1	-24,7	-5,5	24,5	4,3
2015 Q2	58,1	-10,7	68,6	2,7	10,2	5,0	1,5	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7
Q3	112,2	-10,2	122,4	54,9	-7,9	-3,7	-5,9	24,7	-12,3	-14,4	64,4	-1,6
Q4	73,5	-16,4	89,8	7,8	23,4	18,0	-0,9	22,7	-1,0	2,6	-22,4	6,8
2016 Q1	123,2	2,7	120,5	68,5	84,2	74,7	38,6	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9
2015 Dez.	26,9	-7,1	33,9	-27,0	-39,2	-38,6	-20,2	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,9
2016 Jan.	61,2	5,1	56,2	25,8	35,4	32,6	22,0	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6
Febr.	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7
März	25,8	-2,4	28,3	-2,3	5,2	1,0	1,0	11,3	10,7	-17,7	3,2	-10,6
April	49,3	5,9	43,3	9,6	7,7	6,4	6,3	5,8	-9,4	5,0	5,1	-3,2
Mai <sup>4)</sup>	40,0	1,4	38,6	30,5	12,2	18,2	13,0	2,9	-1,3	-2,4	11,3	7,0
<b>Wachstumsraten</b>												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015 Q2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
Q3	7,2	0,5	10,2	0,8	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
Q4	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 Q1	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,4
2015 Dez.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 Jan.	8,6	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,5	-0,3
Febr.	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	3,1	-1,4
März	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,4
April	10,3	-2,6	16,2	1,1	1,0	0,8	0,9	2,2	-2,2	-16,4	4,1	-2,4
Mai <sup>4)</sup>	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,0	1,2	2,1	-1,3	-21,0	5,1	-2,4

Quelle: EZB.

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

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

3) 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 ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 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		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>4)</sup>				2	3			
<b>Bestände</b>										
2013	4 353,6	4 408,4	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,4	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 271,5	4 330,8	1 080,7	720,5	2 470,3	5 200,4	5 546,2	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 273,1	4 333,5	1 038,5	758,2	2 476,5	5 307,3	5 639,0	595,6	3 948,0	763,6
2015 Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,0	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,3	582,4	3 926,5	768,7
Q4	4 273,1	4 333,5	1 038,5	758,2	2 476,5	5 307,3	5 639,0	595,6	3 948,0	763,6
2016 Q1	4 290,2	4 352,3	1 045,2	767,8	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
2015 Dez.	4 273,1	4 333,5	1 038,5	758,2	2 476,5	5 307,3	5 639,0	595,6	3 948,0	763,6
2016 Jan.	4 288,7	4 351,8	1 048,9	765,6	2 474,2	5 311,7	5 642,8	596,5	3 953,2	762,0
Febr.	4 301,9	4 361,1	1 049,4	774,0	2 478,4	5 329,9	5 650,5	601,4	3 966,7	761,8
März	4 290,2	4 352,3	1 045,2	767,8	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
April	4 290,3	4 353,9	1 043,4	772,3	2 474,5	5 343,4	5 662,2	604,5	3 979,9	759,0
Mai <sup>6)</sup>	4 307,5	4 369,3	1 051,1	771,1	2 485,4	5 346,5	5 672,5	601,5	3 986,2	758,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,4	-14,2	2,3	-49,0	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,1	8,6	-44,9	32,6	15,4	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 Q2	1,5	3,6	-2,7	7,7	-3,6	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
Q3	-5,9	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
Q4	-0,9	1,0	-22,1	13,4	7,8	22,7	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 Q1	38,6	43,6	15,5	12,7	10,4	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 Dez.	-20,2	-18,3	-32,0	5,9	5,9	-0,7	1,5	-0,6	3,9	-4,0
2016 Jan.	22,0	23,8	13,2	6,4	2,4	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
Febr.	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
März	1,0	1,2	0,9	-3,8	3,8	11,3	8,4	2,8	7,5	1,0
April	6,3	7,2	0,4	5,0	1,0	5,8	5,6	0,9	7,0	-2,2
Mai <sup>6)</sup>	13,0	9,4	5,5	-1,0	8,4	2,9	9,6	-3,2	6,1	0,0
<b>Wachstumsraten</b>										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Q2	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Q3	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
Q4	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Q1	0,8	1,1	-2,6	5,1	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 Dez.	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Jan.	0,5	0,7	-3,0	4,7	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
Febr.	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
März	0,8	1,1	-2,6	5,1	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
April	0,9	1,2	-2,8	5,6	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8
Mai <sup>6)</sup>	1,2	1,4	-2,0	4,9	1,5	2,1	1,6	4,4	2,3	-0,7

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 ohne 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 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 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>										
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 187,7	2 248,9	92,2	2 380,9	2 465,8	1 378,2	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7 066,0	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,0	1 324,9	279,7	205,9	135,6
2015 Q2	265,2	7 168,6	2 223,1	86,7	2 329,7	2 529,0	1 453,9	240,6	224,6	147,1
Q3	287,6	7 100,6	2 223,8	83,7	2 263,4	2 529,7	1 356,0	253,7	213,6	140,0
Q4	278,6	7 066,0	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,0	1 324,9	279,7	205,9	135,6
2016 Q1	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,7	2 592,6	1 279,7	307,4	247,1	152,1
2015 Dez.	278,6	7 066,0	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,0	1 324,9	279,7	205,9	135,6
2016 Jan.	306,1	7 046,6	2 174,2	78,6	2 221,8	2 571,9	1 313,7	298,2	215,0	141,7
Febr.	294,6	7 073,5	2 185,7	77,6	2 193,4	2 616,8	1 288,1	304,6	246,6	142,5
März	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,7	2 592,6	1 279,7	307,4	247,1	152,1
April	316,8	7 048,9	2 184,1	75,4	2 173,1	2 616,3	1 273,9	313,4	237,0	140,0
Mai <sup>(p)</sup>	292,1	7 054,9	2 182,2	75,2	2 185,9	2 611,6	1 238,3	289,7	227,0	138,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,5	1,0	0,7	17,8
2015	7,8	-218,8	-104,0	-13,5	-203,8	102,4	-98,5	-11,8	21,4	-4,0
2015 Q2	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6
Q3	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,7	0,9	-11,0	-7,1
Q4	-11,7	-58,0	-47,5	-3,9	-42,3	35,7	-37,0	10,9	-7,7	-4,3
2016 Q1	40,1	-61,6	1,4	-2,9	-49,9	-10,2	-70,9	33,1	41,3	17,3
2015 Dez.	-17,9	-12,9	-3,0	-0,5	-18,5	9,1	-32,5	-3,1	-11,7	-10,4
2016 Jan.	27,6	-33,9	-9,3	-1,1	-22,5	-1,0	-24,2	11,4	9,1	6,9
Febr.	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9
März	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,7	0,7	9,5
April	-2,2	9,6	1,3	-2,0	-3,9	14,2	-22,6	-1,4	-10,1	-12,0
Mai <sup>(p)</sup>	-24,9	6,2	-3,2	-0,1	2,4	7,1	-27,6	-22,2	-10,1	-1,5
<b>Wachstumsraten</b>										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Q2	-6,1	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	-	-	31,0	23,5
Q3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,0
Q4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Q1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	4,6	-4,8
2015 Dez.	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Jan.	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	-	-	5,7	7,0
Febr.	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	8,2	-1,8
März	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	4,6	-4,8
April	17,4	-2,7	-2,6	-15,9	-7,8	2,4	-	-	12,0	4,7
Mai <sup>(p)</sup>	6,1	-2,5	-2,6	-14,8	-6,9	2,2	-	-	1,8	-1,5

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 Q1	-2,5	.	.	.	.	0,1
Q2	-2,4	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,1	.	.	.	.	0,4
Q4	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben	
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge	5		6	7	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben		Sozial- ausgaben
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 Q1	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
Q2	46,6	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
Q3	46,6	46,1	12,5	13,2	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,2	2,5	23,1	3,8
Q4	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,2	5,3	2,4	23,0	3,9

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	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 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 Q1	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Wachstum/Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0	
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7	
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6	
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4	
2015 Q1	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,6	
Q2	-0,6	-0,1	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4	
Q3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,6	
Q4	-1,3	-0,3	-0,8	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	1,3	

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

1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).

2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

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

(Schuldendienst in % des BIP; Ströme während der Schuldendienstperiode; nominale Durchschnittsrenditen in % p. a.)

	Schuldendienst über 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	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	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 Q1	15,1	13,0	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
Q2	15,0	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
Q3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Q4	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Jan.	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2
Febr.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
März	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
April	15,1	13,2	4,3	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
Mai	15,2	13,3	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
Juni	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	0,0	3,1	2,9	0,3	1,1

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

2) Ohne Berücksichtigung künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen und vorzeitiger Tilgungen.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland <sup>1)</sup> 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
<b>Finanzierungssaldo</b>										
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9	
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
2015 Q1	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-2,9	-0,2	
Q2	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-2,9	-0,4	
Q3	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
Q4	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
<b>Verschuldung</b>										
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3	
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5	
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2	
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9	
2015 Q1	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5	
Q2	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7	
Q3	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2	
Q4	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
<b>Finanzierungssaldo</b>										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 Q1	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-2,9	-3,5
Q2	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
Q3	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-3,0
Q4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
<b>Verschuldung</b>										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 Q1	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
Q2	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
Q3	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
Q4	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Quelle: Eurostat.

1) Zwischen den vierteljährlichen und den jährlichen Quoten können sich datenstandsbedingte Diskrepanzen ergeben. Nähere Angaben hierzu finden sich in den Erläuterungen von Eurostat: [www.ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish\\_GDP\\_communication.pdf](http://www.ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf)



**© Europäische Zentralbank, 2016**

Postanschrift            60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon                    +49 69 1344 0  
Internet                    [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Für die Erstellung des 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 20. Juli 2016.

ISSN                        2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer      QB-BP-16-005-DE-N (Online-Version)