



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2015



© Europäische Zentralbank, 2015

**Postanschrift**

60640 Frankfurt am Main  
Deutschland

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

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

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 14. April 2015.*

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)

ISSN 2363-3409 (Online-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-003-DE-E (ePub-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-003-DE-N (Online-Version)



# INHALT

## AKTUELLE WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

Zusammenfassung	5
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	9
3 Konjunktorentwicklung	11
4 Preise und Kosten	13
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	15

## KÄSTEN

Kasten 1	Jüngste Entwicklung des japanischen Außenbeitrags	19
Kasten 2	Jüngste Entwicklung des Konsums von Gebrauchsgütern	23
Kasten 3	Gründe für den Anstieg des Verbrauchervertrauens	26
Kasten 4	Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet	29
Kasten 5	Weit gefasste Geldmenge und Kreditvergabe in den Vereinigten Staaten während der Umsetzung der umfangreichen Ankaufprogramme der Federal Reserve	31

## AUFSATZ

Gründe für die Schwäche des Welthandels	37
-----------------------------------------	----

## STATISTIK

SI

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

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

### SONSTIGE

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM6	Balance of Payments Manual des IWF (6. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 2010	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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

# AKTUELLE WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## ZUSAMMENFASSUNG

Die globalen Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass sich die stete Wachstumsdynamik zu Beginn des laufenden Jahres fortgesetzt hat. So entwickelt sich die Konjunktur vor allem in den Vereinigten Staaten (trotz Anzeichen einer vorübergehenden Schwäche zu Jahresbeginn) und im Vereinigten Königreich nach wie vor robust. In Japan erholt sich die Wirtschaft indes weiterhin nur schleppend. In China wird dem nachlassenden Wachstum mit der Einleitung von Stützungsmaßnahmen begegnet. Das sinkende Importvolumen der Schwellenländer lässt auf eine erneute Abschwächung des Welthandels schließen. Die niedrigen Energiepreise sorgen weltweit für einen Abwärtsdruck auf die Gesamtinflation.

Die Entwicklung an den Finanzmärkten des Euro-Währungsgebiets stand im März überwiegend im Zeichen der Ankäufe von auf Euro lautenden Wertpapieren des öffentlichen Sektors, die am 9. März vom Eurosystem aufgenommen wurden. Die Staatsanleiherenditen waren über alle Laufzeiten und fast alle Länder hinweg abermals rückläufig, und die Kurse von Aktien und sonstigen Vermögenswerten zogen deutlich an.

Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse für das Eurogebiet stehen im Einklang mit einem anhaltenden Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2015. Über die kurze Frist hinaus dürften die zuletzt vom EZB-Rat eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen, der niedrige Ölpreis und die Abwertung des Euro dazu beitragen, dass die Erholung an Breite gewinnt und sich allmählich festigt. Unterdessen lassen sich an den Arbeitsmärkten zwar weitere Anzeichen einer Aufhellung erkennen, doch bleibt die Arbeitslosigkeit hoch; auch die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung dürfte sich nur schrittweise verringern.

Die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet lag im März bei -0,1 %, nachdem sie im Januar einen Tiefstand von -0,6 % und im Februar einen Wert von -0,3 % erreicht hatte. Auf der Grundlage der aktuellen Informationen ist zu erwarten, dass die Inflation in den kommenden Monaten sehr gering oder sogar im negativen Bereich bleibt, bevor sie im späteren Jahresverlauf allmählich wieder ansteigt. Gestützt werden dürfte diese graduelle Zunahme durch die von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB ausgehenden günstigen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, den Einfluss des niedrigeren Euro-Wechselkurses sowie die an den Terminmärkten vorherrschende Annahme, dass die Ölpreise in den kommenden Jahren wieder etwas anziehen werden.

Die monetäre Analyse deutet auf eine weitere Belegung des jährlichen Wachstums der Geldmenge M3 hin. Zudem verlangsamte sich der Rückgang der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erneut, während sich das jährliche Wachstum der Buchkredite an private Haushalte knapp im positiven Bereich stabilisierte. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB tragen zur Wiederherstellung eines reibungslosen Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und zur Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken bei. So sind die Refinanzierungskosten und Kreditzinsen der Banken weiter gesunken, und die aktuelle Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet deutet abermals auf eine weniger restriktive Ausgestaltung der Kreditrichtlinien hin.

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und im Einklang mit seiner Forward Guidance beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 15. April 2015, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Mit Blick auf die Zukunft wird der EZB-Rat seinen Fokus auf die vollständige Umsetzung der von ihm eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen legen. Diese werden zu einer weiteren Verbesserung des Wirtschaftsausblicks, einem Abbau der



gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung und einer Erholung des Geldmengen- und Kreditwachstums beitragen. Zusammengenommen werden die Entwicklungen dazu führen, dass die Teuerungsraten auf mittlere Sicht dauerhaft auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehren. Dies wird die feste Verankerung der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen unterstützen.

## I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

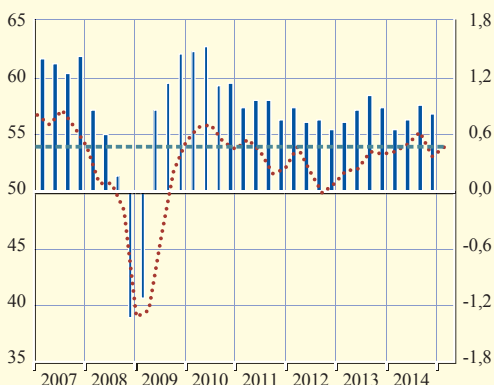
**Ungeachtet einer leichten konjunkturellen Abkühlung zum Jahresende 2014 lassen die jüngsten Umfrageergebnisse nach wie vor auf ein stetes weltweites Wachstum zu Beginn des laufenden Jahres schließen.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie legte im März weiter zu und signalisierte damit einen nachhaltigen Anstieg des weltweiten BIP. In vierteljährlicher Betrachtung verzeichnete der Index im ersten Quartal 2015 eine leichte Zunahme (siehe Abbildung 1) und liegt somit wieder auf seinem langfristigen Durchschnitt. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften fiel die Entwicklung im genannten Zeitraum uneinheitlich aus; so erhöhte sich der EMI für die Vereinigten Staaten und jener für das Vereinigte Königreich, wohingegen er für Japan zurückging. Was die Schwellenländer betrifft, so stieg der EMI für Indien weiter an und erholte sich im Fall Brasiliens wieder, während der Wert für China weitgehend unverändert blieb und für Russland erneut rückläufig war.

**Der Welthandel wies in jüngster Zeit neuerliche Anzeichen einer Abschwächung auf.** Die weltweiten Wareneinfuhren legten im Januar im Dreimonatsvergleich volumenmäßig um lediglich 0,2 % zu, nachdem sie im Dezember noch um 1,4 % gestiegen waren. Der nachlassende Schwung in diesem Bereich war dem sinkenden Importvolumen der Schwellenländer, insbesondere Chinas, zuzuschreiben, das unter anderem mit dem Termin des chinesischen Neujahrsfestes zusammenhängen könnte. Dagegen beschleunigte sich der Anstieg der Einfuhren in den Industrieländern insgesamt weiter, und der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft blieb im ersten Jahresviertel 2015 konstant, was auf eine stabile Wachstumsdynamik des internationalen Handels hindeutet.

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

(linke Skala: Quartalsdurchschnitt des Diffusionsindex; rechte Skala: Wachstum gegenüber Vorquartal; Quartalswerte)

- Globales BIP (rechte Skala)
- EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie (linke Skala)
- Langfristiger Durchschnitt des EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie (linke Skala)

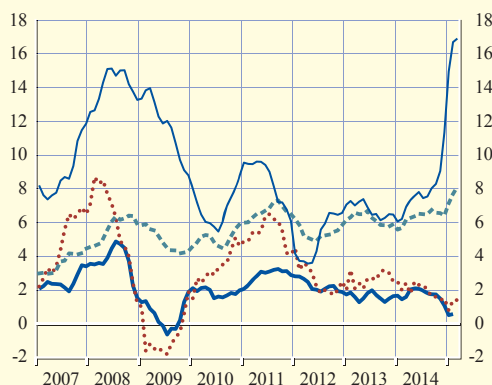


Quellen: Markit und EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben für den EMI beziehen sich auf das erste Quartal 2015 und für das BIP auf das vierte Quartal 2014.

**Abbildung 2 Verbraucherpreise**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

- OECD-Länder
- China
- Brasilien
- Russland



Quellen: Nationale Statistiken und OECD.  
Anmerkung: Die jüngsten nationalen Angaben beziehen sich auf März 2015, die Angaben für die OECD-Länder auf Februar 2015.

### **Die niedrigen Energiepreise sorgen weltweit für Abwärtsdruck auf die Gesamtinflation.**

Die jährliche Teuerungsrate in den OECD-Ländern lag im Februar mit 0,6 % weiterhin auf einem niedrigen Niveau, da die Jahresänderungsrate der Energiepreise im negativen Bereich blieb (siehe Abbildung 2). Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet ging die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum indes nur geringfügig auf 1,7 % zurück. Demgegenüber verstärkte sich im Februar und März der Preisantrieb auf der Verbraucherstufe in wichtigen nicht der OECD angehörenden Ländern. So beschleunigte er sich in China aufgrund anziehender Nahrungsmittelpreise etwas und erhöhte sich in Brasilien und Russland weiter, wofür im ersten Fall ein Anstieg der administrierten Preise und im zweiten Fall die Auswirkungen der Rubel-Abwertung sowie des russischen Lebensmittel-Embargos verantwortlich waren.

### **Inden Vereinigten Staaten entwickelt sich die Konjunktur nach wie vor schwungvoll, wenngleich am Jahresende 2014 eine leichte Verlangsamung des Wachstumstempes und zum Auftakt des Jahres 2015 Anzeichen einer temporären Schwäche zu beobachten waren.**

Das reale BIP weitete sich im Schlussquartal 2014 um 0,5 % zum Vorquartal aus, verglichen mit noch 1,2 % im dritten Vierteljahr, wofür ein negativer Außenbeitrag maßgeblich war. Die jüngsten Indikatoren weisen auf eine leichte, jedoch vorübergehende konjunkturelle Abkühlung im ersten Jahresviertel 2015 hin, die sich im Wesentlichen aus der kalten Witterung und Betriebsstörungen in einigen Häfen ergab. Allerdings fallen die Konsumausgaben – begünstigt durch den Ölpreistrückgang, die Stärkung der Bilanzen der privaten Haushalte und das erhöhte Verbrauchervertrauen – nach wie vor robust aus. Auch die Grundausrichtung der Entwicklung am Arbeitsmarkt ist weiterhin positiv, obschon sich im März die Schaffung von Arbeitsplätzen verlangsamte. Zugleich blieb die Inflation gering, was auf die niedrigen Ölpreise sowie die Aufwertung des US-Dollar zurückzuführen war. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate war im Februar stabil, nachdem sie im Januar aufgrund der gesunkenen Energie- und Einfuhrpreise geringfügig in den negativen Bereich gefallen war. Die ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnete Preissteigerungsrate zog etwas an, wofür vor allem eine Verteuerung von Dienstleistungen verantwortlich war.

### **Die japanische Wirtschaft erholt sich weiterhin nur zaghaft, während die Inflation nach wie vor zurückgeht.**

Nachdem in Japan am Jahresende 2014 wieder positive wirtschaftliche Zuwachsraten verzeichnet worden waren, war das Expansionstempo zu Beginn des laufenden Jahres gedämpft. Sowohl die Industrieproduktion als auch die realen Warenexporte zogen bis Februar an, und auch die realen Warenimporte legten deutlich zu (siehe Kasten 1). Die verfügbaren monatlichen Indikatoren für die privaten Konsumausgaben waren weiterhin insgesamt schwach. Zugleich signalisierte die von der Bank von Japan durchgeführte Tankan-Umfrage für März 2015 lediglich bei den Unternehmen außerhalb des verarbeitenden Gewerbes ein höheres Vertrauen als noch im Dezember 2014. Unterdessen verlangsamte sich die jährliche Gesamtteuerungsrate – nach einer kurzen Stabilisierung zur Jahreswende – im Februar weiter auf 2,2 %, was vor allem den sinkenden Energiepreisen zuzuschreiben war. Lässt man die geschätzten direkten Auswirkungen der Mehrwertsteueranhebung vom April 2014 unberücksichtigt, so lag die jährliche Gesamtinflation im Februar bei 0,1 % und die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) bei 0,3 %.

### **Im Vereinigten Königreich lassen die verfügbaren Indikatoren ein weiterhin kräftiges Wirtschaftswachstum zum Jahreswechsel erkennen.**

Das reale BIP nahm im Schlussquartal 2014 – vor allem getragen vom Außenbeitrag – um 0,6 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum zu; im Verlauf des aktuellen Jahres sollte das Wachstum dann von der Binnennachfrage angetrieben werden. Zwar ist weiterhin damit zu rechnen, dass die Bilanzsanierungen im privaten und im öffentlichen Sektor die Wirtschaftstätigkeit belasten, doch dürften die merklich gesunkenen Energiepreise das real verfügbare Einkommen und die Konjunktur stützen. Die Arbeitslosenquote



stabilisierte sich in den drei Monaten bis Januar 2015 bei 5,7 %. Die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate ging im Februar 2015 aufgrund der Energiepreisentwicklung auf 0 % zurück. Damit lag die Gesamtinflation auf dem niedrigsten Stand seit der Einführung des Verbraucherpreisindex im Jahr 1989. Die ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie gerechnete VPI-Teuerungsrate sank geringfügig auf 1,1 %.

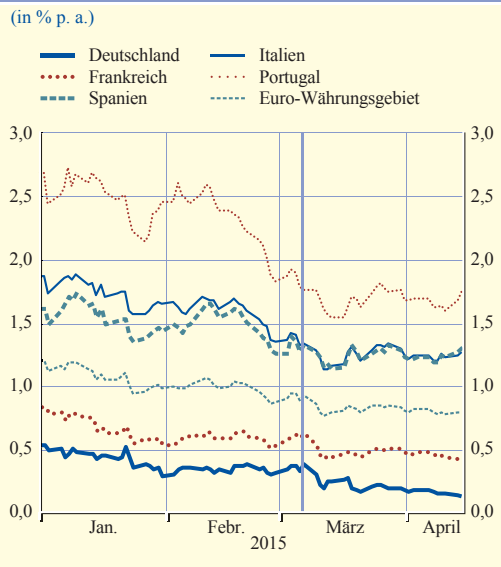
**In China wurden Stimulierungsmaßnahmen in die Wege geleitet, um dem verhalteneren Wachstum entgegenzuwirken.** Zahlreiche Indikatoren, so etwa die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze und auch der EMI-Teilindex für das verarbeitende Gewerbe, deuten auf eine Verlangsamung des BIP-Zuwachses zu Anfang des laufenden Jahres hin. Die Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt verlief indes nach wie vor schleppend, und die Immobilienpreise gingen weiter zurück. Vor diesem Hintergrund wurden in China Maßnahmen zur Belebung des Wohnungsmarktes ergriffen, indem die Höchstsätze für die Beleihungsgrenzen bei Hypothekarkrediten angehoben und die Mindesthaltedauer von Immobilien (zur Erlangung von Steuervorteilen) reduziert wurden. Durch diese Schritte soll die Konjunkturabschwächung mittels einer Stimulierung der Nachfrage der Privathaushalte nach Wohnimmobilien und einer Ausweitung der Konsumausgaben gestoppt werden.

**Die wirtschaftliche Entwicklung in Russland bleibt sehr verhalten, wobei gegenläufige Kräfte den konjunkturellen Ausblick bestimmen.** Den Erwartungen zufolge wird die Wirtschaft 2015 infolge des Ölpreistrückgangs, der Wirtschaftssanktionen und der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten merklich schrumpfen. Der im April vom Parlament verabschiedete überarbeitete Haushaltsplan sieht für 2015 Einschnitte bei den Staatsausgaben vor, was im Zusammenspiel mit den stark rückläufigen Einnahmen ein öffentliches Defizit in Höhe von 3,7 % des BIP in diesem Jahr zur Folge hätte. Die russische Zentralbank lockerte im März ihre geldpolitischen Zügel weiter und senkte die Leitzinsen erneut um 100 Basispunkte auf 14 %. Die Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt normalisieren sich allmählich, wobei allerdings die Refinanzierungskosten des Bankensektors nach wie vor auf erhöhtem Niveau liegen. Die zuletzt verzeichneten Kursgewinne des Rubel werden dazu beitragen, den Inflationsdruck abzumildern, könnten jedoch die Exporterlöse und die Haushaltseinnahmen beeinträchtigen.

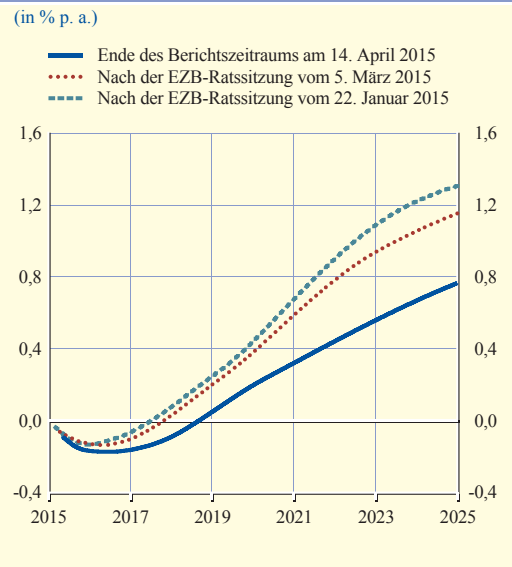
## 2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

**Nachdem das Eurosystem am 9. März damit begonnen hatte, im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme – PSPP) entsprechende Papiere zu erwerben, fielen die Zinssätze im Euro-Währungsgebiet auf neue historische Tiefstände.** In den ersten Tagen nach Kaufbeginn gaben die Zinsen über alle Laufzeiten hinweg und in den meisten Ländern deutlich nach (siehe Abbildung 3). Im Berichtszeitraum (5. März bis 14. April) waren in sämtlichen Ländern – mit Ausnahme Griechenlands – sinkende Staatsanleiherenditen zu verzeichnen, wobei die Rückgänge in den Ländern mit der höchsten Bonitätsbeurteilung am stärksten ausfielen. Die Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum verringerte sich um 14 Basispunkte und lag am Ende der Berichtsperiode bei rund 0,8 %. Spürbare Rückgänge im längeren Laufzeitbereich führten im gesamten Eurogebiet zu einer weiteren Abflachung der Renditestrukturkurve von Staatsanleihen. Bei den kurzen Laufzeiten wiesen immer mehr Euro-Länder negative Renditen auf. Die anhaltende Unsicherheit über den Zugang Griechenlands zu Finanzmitteln zog erhebliche Schwankungen bei den Renditen griechischer Staatspapiere nach sich, hatte bislang jedoch keine negativen Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen in anderen Ländern.

**Abbildung 3 Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets**



**Abbildung 4 EONIA-Terminzinskurve**



**Die EONIA-Terminzinssätze gingen nach den ersten PSPP-Käufen ebenfalls deutlich zurück.**

Während des Berichtszeitraums belief sich der EONIA im Schnitt auf -6 Basispunkte und bewegte sich überwiegend innerhalb eines engen Bandes von -4 bis -9 Basispunkten. Die EONIA-Terminzinssätze sanken im Verlauf der Berichtsperiode weiter, sodass sich die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt – insbesondere bei den längeren Laufzeiten – abflachte (siehe Abbildung 4). Hierin spiegeln sich in erster Linie die Erwartungen einer künftig höheren Überschussliquidität infolge der PSPP-Käufe wider. Darüber hinaus trug die Mittelaufnahme in Höhe von 97,8 Mrd € beim dritten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG), das am 19. März dieses Jahres zugeteilt wurde, zu einer steigenden Überschussliquidität bei. Die Inanspruchnahme dieses Geschäfts fiel stärker aus als von den Marktteilnehmern erwartet, was einen gewissen Abwärtsdruck auf die EONIA-Terminzinssätze im Laufzeitbereich der GLRGs (bis 2018) ausübte.

**Die europäischen Aktienmärkte schnitten nach wie vor besser ab als ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten.**

In der Zeit vom 5. März bis zum 14. April verbuchte der marktweite Euro-STOXX-Aktienindex ein Plus von rund 6 %, während der Standard-&-Poor's-500-Index in den USA unverändert blieb. Die anhaltend gute Entwicklung der europäischen Aktienmärkte wurde durch die sinkenden Anleiherenditen gestützt, die den Diskontierungsfaktor (bestehend aus dem geringeren risikolosen Zins und der Aktienrisikoprämie) verringerten und möglicherweise auch zu gestiegenen Erwartungen hinsichtlich künftiger Gewinne führten. Das Kursplus fiel im Finanzsektor höher aus als im nichtfinanziellen Sektor. So stiegen die Notierungen von Finanzunternehmen im Berichtszeitraum um knapp 8 % an, während jene des nichtfinanziellen Sektors nur um rund 5 % zulegten.

### Der Euro wertete angesichts von Erwartungen, dass der geldpolitische Kurs im Euro-Währungsgebiet und in anderen Ländern über längere Zeit divergieren könnte, abermals ab.

Die Gemeinschaftswährung verlor in der Berichtsperiode handelsgewichtet 3,7 % an Wert. Der Euro schwächte sich Anfang März gegenüber den meisten wichtigen Währungen allgemein ab und fiel sowohl in effektiver Rechnung als auch in Relation zum US-Dollar Mitte des Monats auf den tiefsten Stand seit zwölf Jahren. Danach konnte die Gemeinschaftswährung einige ihrer Verluste angesichts der Veröffentlichung neuer gesamtwirtschaftlicher Daten für den Euroraum und andere wichtige Volkswirtschaften wieder wettmachen. Aufgrund von Markterwartungen hinsichtlich eines weiterhin divergierenden geldpolitischen Kurses im Eurogebiet und in anderen Ländern kam es Anfang April jedoch zu einer erneuten Abschwächung des Euro auf ein neues Allzeittief. Die Gemeinschaftswährung gab dabei auf breiter Front nach. So verzeichnete der Euro auch Kursverluste gegenüber dem japanischen Yen, dem Pfund Sterling und den Währungen anderer EU-Länder sowie der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere dem russischen Rubel, der sich von seiner vorherigen spürbaren Abwertung erholte – wie auch der rohstoffexportierenden Staaten.

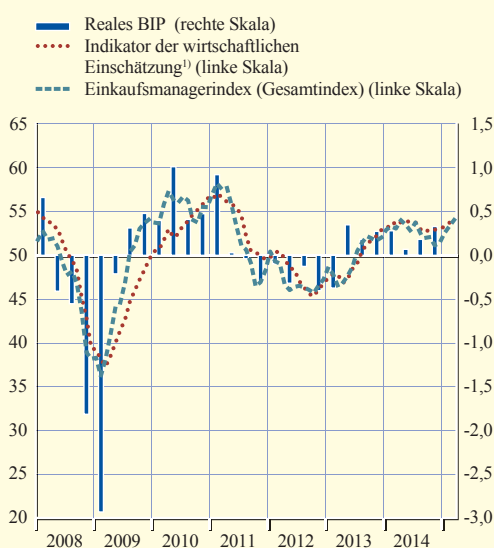
## 3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

**Die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP im Euro-Währungsgebiet für das Schlussquartal 2014 wurde mit 0,3 % bestätigt.** Hierbei leisteten die Binnennachfrage, insbesondere die privaten Konsumausgaben, sowie der Außenhandel einen positiven Beitrag, während von den Vorratsveränderungen negative Wachstumsimpulse ausgingen. Wengleich sich die Wirtschaftsleistung in den letzten Quartalen erhöht hat (siehe Abbildung 5) und die Arbeitslosenquote nach ihrem Höchststand im Jahr 2013 verringert, ist nach wie vor eine beträchtliche Unterlastung der Wirtschaft zu verzeichnen.

**Die aktuellen harten Daten stimmen mit einem anhaltenden Wirtschaftswachstum im ersten Vierteljahr 2015 überein.** Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) weitete sich im Februar um 1,1 % gegenüber dem Vormonat aus und lag folglich in den ersten beiden Monaten dieses Jahres 0,7 % über ihrem Durchschnittswert vom letzten Jahresviertel 2014. Auch die Bauproduktion übertraf im Januar ihren Stand vom Schlussquartal um 2 %. Die jüngste Entwicklung der Investitionsgüterproduktion deutet für das erste Vierteljahr 2015 auf eine weitere Zunahme der Investitionen im Eurogebiet hin, während der Einzelhandel und die Pkw-Neuzulassungen mit einer anhaltend kräftigen Steigerung der privaten Konsumausgaben im Einklang stehen (siehe auch Kasten 2). In Anbetracht der besonderen Bedeutung, die der Inlandsnachfrage für die konjunkturelle Erholung beigemessen wird, sind diese Entwicklungen insgesamt ermutigend.

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index; Diffusionsindex)



Quellen: Markit, Europäische Kommission, Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2014 (BIP) bzw. März 2015 (Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex).  
1) Normiert auf Mittelwert und Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex.

### Aktuellere Umfrageergebnisse deuten auf eine Festigung der Konjunkturerholung in nächster Zeit hin.

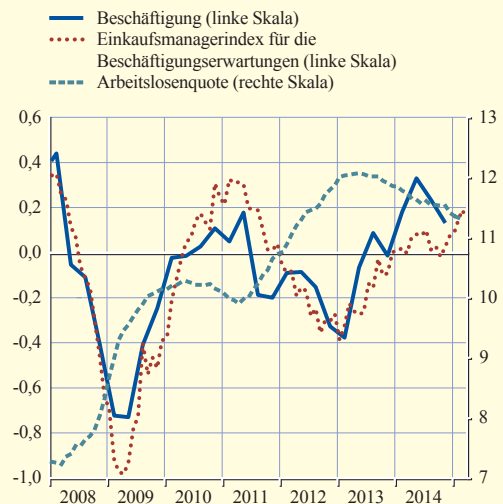
Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie und der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung stiegen im letzten Vierteljahr 2014 und im Folgequartal an (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren lagen im ersten Jahresviertel über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt, was darauf schließen lässt, dass die Belebung an Dynamik gewinnt. Zudem erhöhte sich das Verbrauchervertrauen im Euroraum von Februar bis März erneut spürbar. Der entsprechende Vertrauensindex, der inzwischen seinen langfristigen Durchschnittswert deutlich übersteigt, hat in den vergangenen vier Monaten den im Sommer und Herbst letzten Jahres verzeichneten Rückgang mehr als wettgemacht und seinen höchsten Stand seit Herbst 2007 erreicht (siehe auch Kasten 3). Darüber hinaus wurden der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft zufolge die Kreditangebotsbeschränkungen im ersten Quartal des laufenden Jahres weiter abgebaut, was die wirtschaftliche Erholung stützen dürfte. Die Umfrageergebnisse zur Exportentwicklung, die das komplette erste Quartal abdecken, zeichnen ein etwas optimistischeres Bild als die harten Daten zum Außenhandel. So geht beispielsweise aus der Einkaufsmanagerumfrage hervor, dass sich der Auftragseingang im Exportgeschäft im Zeitraum vom letzten Jahresviertel 2014 bis zum ersten Quartal 2015 erhöhte und nunmehr über seinem langfristigen Durchschnitt liegt.

**Trotz der noch anhaltenden Schwäche hellt sich die Lage an den Arbeitsmärkten auf.** Die Beschäftigung stieg im letzten Jahresviertel 2014 weiter um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 6) und lag damit 0,9 % über ihrem Stand vor Jahresfrist. Dies ist der stärkste jährliche Zuwachs seit dem zweiten Quartal 2008. Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet, die seit Mitte 2013 rückläufig ist, sank im Februar erneut und belief sich auf 11,3 %. Aktuellere Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass die Erholung an den Arbeitsmärkten in nächster Zeit etwas Fahrt aufnehmen wird.

**Über die kurze Frist hinaus sollte der jüngste Ölpreisrückgang zu einem Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte und der Unternehmensgewinne führen und damit das Wirtschaftswachstum sowie insbesondere die Binnennachfrage stützen.** Durch anhaltende Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen und die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturereformen dürfte die Binnennachfrage weiter begünstigt werden. Ferner sollte die Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets von der erwarteten weltwirtschaftlichen Erholung und Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit profitieren. Allerdings dürften die erforderlichen Bilanzaanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die zögerliche Umsetzung von Strukturereformen die Erholung im Euroraum weiter dämpfen. Die Ergebnisse des aktuellen von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (siehe [www.ecb.europa.eu/stats/prices/](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/)

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

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



Quellen: Eurostat und Markit.

Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2014 (Beschäftigung), Februar 2015 (Arbeitslosigkeit) bzw. März 2015 (Einkaufsmanagerindex).

indic/forecast/html/index.en.html) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP für 2015 gegenüber der vorangegangenen Umfrage um 0,3 Prozentpunkte auf 1,4 % nach oben revidiert wurden; für das Jahr 2016 wurden sie um 0,2 Prozentpunkte auf 1,7 % nach oben korrigiert. Gleichzeitig wurden die Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote sowohl für 2015 als auch für 2016 nach unten revidiert.

## 4 PREISE UND KOSTEN

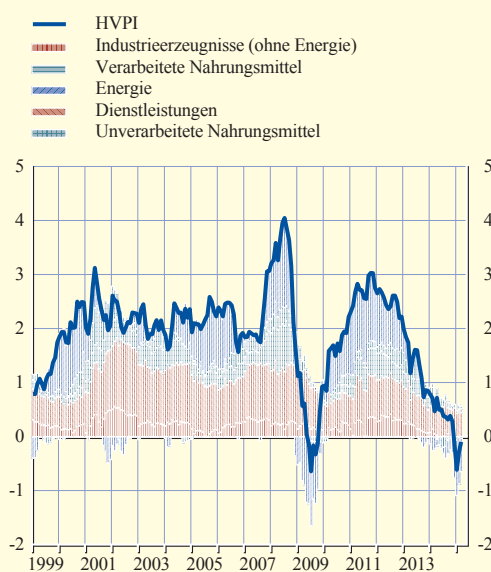
**Die Teuerung im Euro-Währungsgebiet lag in den letzten Monaten weiterhin im negativen Bereich, tendiert aber nach oben.** Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene Inflationsrate für den Euroraum im März 2015 bei -0,1 %, verglichen mit -0,3 % im Februar und -0,6 % im Januar (siehe Abbildung 7). In dieser Erhöhung spiegelt sich die weitaus weniger stark im Negativen liegende Jahresänderungsrate der Energiepreise wider, die sich aus dem Anstieg der in Euro gerechneten Rohölpreise seit Mitte Januar ergibt. Anders als die Teuerung nach dem Gesamtindex bewegt sich der am HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie gemessene Preisauftrieb mit einer Jahresänderungsrate von 0,6 % im März 2015 weiterhin innerhalb der seit Ende 2013 zu beobachtenden Spanne von 0,6 % bis 1,0 %.

**In Bezug auf den Inflationsdruck ist die Kehrtwende allmählich auch anhand sonstiger neuer Daten erkennbar.** So weisen die Ergebnisse der Erhebung zum Einkaufsmanagerindex (EMI) hinsichtlich der Vorleistungs- und Verkaufspreise sowie die Resultate der Kommissionsumfrage zu den Verkaufspreiserwartungen darauf hin, dass sich die Preise sektorenübergreifend im Februar 2015 wieder nach oben bewegten und im März stabilisierten. Darüber hinaus ist der jüngsten Aufgliederung der HVPI-Daten nach zu urteilen der Anteil der Positionen, die negative oder sehr geringe Preissteigerungsraten aufweisen, im Februar gegenüber einem Höchststand vom Januar gesunken; dies gilt für die Teuerung nach dem Gesamtindex sowie nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel.

**Der Inflationsdruck ist weiterhin schwach, doch von der jüngsten Abwertung des Euro ging ein gewisser Aufwärtsdruck aus.** Die jährliche Änderungsrate der industriellen Erzeugerpreise ohne Baugewerbe und Energie sank im Februar 2015 erneut geringfügig. Dagegen kam der jüngste Abwärtstrend der Vorjahresrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel mit einem Wert von zuletzt -0,1 % zum Stillstand, und die entsprechende Rate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel auf der Verbraucherebene erhöhte sich von -1,5 % im Januar auf -1,3 % im Februar. Dies lässt auf eine mögliche Kehrtwende in der Entwicklung jener Erzeugerpreise schließen, die eng an die im HVPI erfassten Konsumgüterpreise gekoppelt sind. Der Anstieg der im HVPI enthaltenen

Abbildung 7 Beitrag der wichtigsten Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Vorausschätzung für März 2015.

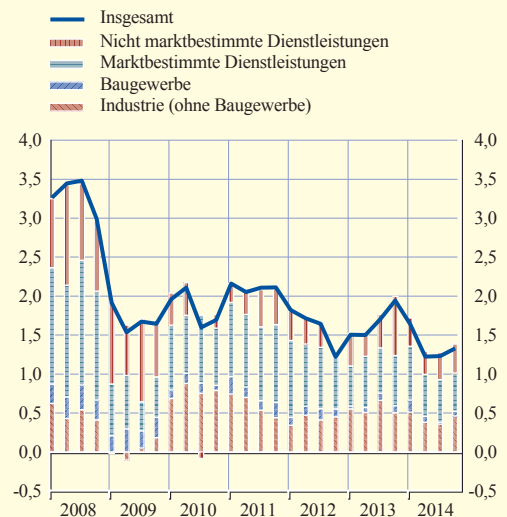
Warenpreise spiegelt auch das Durchwirken der Importpreisentwicklung im Warenhandel wider, und die Zwölfmonatsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel stieg aufgrund des niedrigeren Euro-Wechselkurses im Januar weiter an.

**Die neuesten Daten zu den Arbeitskosten und Gewinnmargen lassen nach wie vor auf einen bislang moderaten binnenwirtschaftlichen Preisdruck schließen.** Im vierten Quartal 2014 erhöhte sich das anhand des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gemessene jährliche Lohnwachstum im Euroraum gegenüber dem Vorquartal geringfügig von 1,2 % auf 1,3 %, während sich in der Betrachtung nach geleisteten Arbeitsstunden ein Rückgang dieser Rate von 1,3 % auf 1,1 % ergab. Der leicht beschleunigte jährliche Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer resultierte vor allem aus einem stärkeren Beitrag der Industrie (siehe Abbildung 8). Im Zuge des anhaltend rückläufigen Wachstums der Arbeitsproduktivität stieg jenes der Lohnstückkosten leicht an. Das Gewinnwachstum schwächte sich gemessen am Bruttobetriebsüberschuss im Schlussquartal 2014 ab, worin sich eine niedrigere Änderungsrate der Gewinne je Produktionseinheit (einer Messgröße der Gewinnmargen) widerspiegelte, die den Effekt der anhaltenden Stärkung des realen BIP-Wachstums neutralisierte. In sektoraler Betrachtung bewegte sich das Gewinnwachstum in der Industrie leicht in den negativen Bereich hinein, während es sich im Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen geringfügig erhöhte. Der BIP-Deflator, der Anzeichen für den binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck liefert, verringerte sich im vierten Quartal 2014 gegenüber dem Vorquartal von 1,0 % auf 0,9 %. Hierin spiegelte sich die gedämpfte Entwicklung der Lohnstückkosten und der Gewinnmargen wider.

**Auf der Grundlage der verfügbaren Daten und der derzeitigen Terminpreise für Öl ist davon auszugehen, dass die jährlichen HVPI-Inflationsraten auch in den kommenden Monaten noch sehr niedrig sein, dann aber wieder ansteigen werden.** Vor dem Hintergrund des günstigen Einflusses der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen auf die Gesamtnachfrage, des Effekts des niedrigeren Euro-Wechselkurses und der an den Öltermenmärkten herrschenden Annahme, dass diese Preise in den nächsten Jahren etwas anziehen werden, dürften die Teuerungsraten im weiteren Verlauf des Jahres 2015 steigen und sich 2016 und 2017 weiter erhöhen. Dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2015 zufolge liegen die durchschnittlichen Inflationserwartungen für die genannten Jahre bei 0,1 %, 1,2 % bzw. 1,6 % (zur Umfrage siehe [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)). Damit verringerten sich die Inflationserwartungen im Vergleich zur vorherigen SPF-Erhebung für das laufende Jahr um 0,2 Prozentpunkte, während sie sich für 2016 und 2017 um jeweils 0,1 Prozentpunkte erhöhten. Seit Mitte

**Abbildung 8 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Januar 2015 haben sich sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen gegenüber ihrem zuvor niedrigen Niveau erhöht (siehe Kasten 4). So ergibt sich aus der SPF-Umfrage für 2019 ein durchschnittlicher Wert von 1,8 %.

**Was die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien angeht, so beschleunigte sich der jährliche Anstieg des Indikators der EZB für die Wohnimmobilienpreise im Euroraum im vierten Quartal 2014 weiter auf nunmehr 0,8 %.** Damit setzte sich diese Erholung in moderatem Tempo fort, wobei nach wie vor erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums festzustellen waren. In Bezug auf die weitere Entwicklung ist damit zu rechnen, dass die Wohnimmobilienpreise im Eurogebiet weiter anziehen, worin sich Erwartungen eines robusteren Einkommenswachstums und günstigerer Finanzierungsbedingungen sowie Korrekturen der in den letzten Jahren aufgetretenen Fehlentwicklungen der Wohnimmobilienpreise widerspiegeln.

## 5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

**Die monetäre Dynamik hat sich weiter verstärkt.** Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erhöhte sich von 3,7 % im Januar auf 4,0 % im Februar (siehe Abbildung 9).<sup>1</sup> Die Erholung des M3-Wachstums spiegelt nach wie vor hohe Zuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen im Bestand der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wider. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 hat sich erneut kräftig ausgeweitet. So stieg die Jahreswachstumsrate von M1 im Februar auf 9,1 %, was auf eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung im Euroraum schließen lässt.

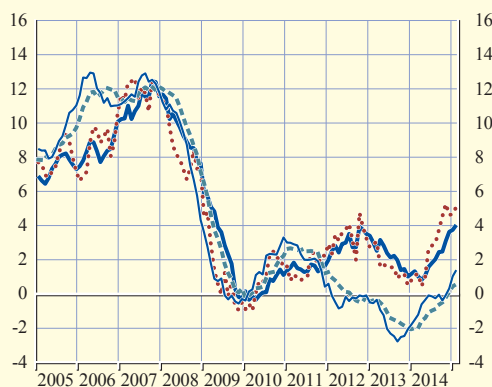
**Durch das extreme Niedrigzinsumfeld hat sich die Attraktivität der liquidesten Komponenten der Geldmenge M3 erhöht.** Angesichts der geringen Verzinsung monetärer Anlagen bevorzugt der geldhaltende Sektor täglich fällige Einlagen gegenüber den in M3 enthaltenen sonstigen Einlagen und marktfähigen Finanzinstrumenten, da die immateriellen Vorteile, die täglich fällige Einlagen im Hinblick auf die Liquidität bieten, den Renditeunterschied zu anderen kurzfristigen Anlageformen mehr als aufwiegen. So bestätigen auch die jüngsten Daten, dass die sonstigen kurzfristigen Einlagen trotz der niedrigen Zinsen weiter rückläufig sind. Bei den marktfähigen Finanzinstrumenten hat eine Erholung eingesetzt; hier wurden im Februar beträchtliche Zuflüsse verbucht.

**Portfoliumschichtungen haben das Wachstum der weit gefassten Geldmenge gestützt.** Während einige Anleger ihre Mittel von weniger liquiden M3-Einlagen in risikoreichere

Abbildung 9 Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)

- M3 (Jahreswachstumsrate)
- M3 (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)
- Buchkredite an den privaten Sektor (Jahreswachstumsrate)
- Buchkredite an den privaten Sektor (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

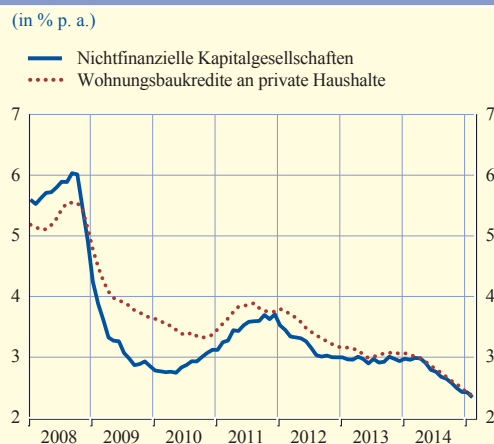
<sup>1</sup> Nach der Datenveröffentlichung für Februar 2015 wurden umfangreiche Revisionen vorgenommen, die in erster Linie mit der Umsetzung der neuen Verordnung über die Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute sowie mit Änderungen am statistischen Berichtsrahmen mehrerer NZBen zusammenhingen.

Aktiva außerhalb von M3 verlagerten, zogen andere Investoren ihre Gelder aus den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs ab und förderten damit das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats. So wurde der Beitrag der Gegenposten zum M3-Wachstum in den vergangenen Monaten im Wesentlichen durch Verschiebungen zulasten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs in Richtung kürzerfristiger in M3 enthaltener Instrumente bestimmt. Die Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors belief sich im Februar auf -5,7 %. Die Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets stützen das M3-Wachstum nicht mehr so stark wie zuvor. Gegenüber dem historischen Höchststand Mitte 2014 verringerte sich der Beitrag der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors im Februar weiter. Im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2015 wurde ein Plus von 149 Mrd € verbucht, verglichen mit einem historischen Spitzenwert von 412 Mrd € in den zwölf Monaten bis Juli 2014. Während der Leistungsbilanzüberschuss immer noch positiv zu Buche schlägt, wirkten sich die umfangreichen Nettotilgungen von Wertpapieren des Euroraums durch Gebietsfremde im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2015 negativ auf das M3-Wachstum aus.

**Die anhaltende Erholung der Kreditdynamik unterstützt weiterhin das M3-Wachstum.** Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor legte von 0,4 % im Januar auf 0,6 % im Februar zu (siehe Abbildung 9). Die allmähliche Belebung der Kreditvergabe zeigte sich bei den Ausleihungen sowohl an private Haushalte als auch an Unternehmen. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im Berichtsmonat weiter auf -0,4 % (verglichen mit -0,9 % im Januar). Das Jahreswachstum der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im Februar marginal auf 1,0 % (gegenüber 0,9 % im Vormonat). Es lag somit über dem Durchschnitt von 0,5 %, der seit Sommer 2012 (als die EZB ihre Bereitschaft zum entschlossenen Handeln signalisierte) verzeichnet worden ist. Trotz dieser positiven Trends wird das Kreditwachstum noch immer durch die Konsolidierung der Bankbilanzen sowie die in einigen Sektoren und nationalen Bankensystemen bestehende Notwendigkeit zum weiteren Abbau der Verschuldung gedämpft.

**Die Kreditzinsen der Banken sind weiter gesunken (siehe Abbildung 10).** Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die Stärkung der Bankbilanzen und die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte allgemein haben die zusammengesetzten Finanzierungskosten der Banken weiter gedämpft, sodass sich diese inzwischen in der Nähe ihres historischen Tiefstands eingependelt haben. Die Kosten der einlagenbasierten Refinanzierung der Banken waren im Februar euroraumweit rückläufig. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch die MFIs blieb negativ, denn die anhaltende Kontraktion der Bankbilanzen sowie die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken verringert deren Bedarf, sich über die Begebung von Schuldverschreibungen zu refinanzieren. Im Schlussquartal 2014 und Anfang 2015 gingen die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller

**Abbildung 10 Zusammengefasste Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte**



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der zusammengefassten Zinsen für Bankkredite errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens.



Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet zurück, unter anderem weil die Banken ihre gesunkenen Refinanzierungskosten schneller und stärker auf die Kreditvergabebedingungen überwälzten. Die Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen gaben im Februar abermals nach, insbesondere bei den kurzfristigen Ausleihungen (so verringerten sich die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums auf 2,34 % im Februar nach 2,80 % im Juni 2014). Die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieben im Berichtsmonat weitgehend unverändert; hier beliefen sich die zusammengefassten Bankkreditzinsen auf 2,38 %. Der Rückgang der nominalen Außenfinanzierungskosten ließ sich im Februar im Wesentlichen durch die gesunkenen Eigenkapitalkosten und in geringerem Maße auch durch rückläufige Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung erklären.

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2015 deutet auf weitere Verbesserungen bei den Kreditvergabebedingungen hin** (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)). Unter dem Strich lockerten die Banken ihre Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im ersten Quartal 2015 abermals während sich bei den Ausleihungen an private Haushalte ein uneinheitliches Bild bot. Aus historischer Sicht sind die Kreditrichtlinien jedoch nach wie vor restriktiv. Die Lockerung der Richtlinien für Unternehmenskredite ergab sich aus den rückläufigen Refinanzierungskosten der Banken und der verbesserten Bilanzlage der MFIs sowie aus dem gestiegenen Wettbewerbsdruck unter Banken. Aus der Umfrage geht ferner hervor, dass die zusätzliche Liquidität aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) von den Banken insbesondere zur Vergabe von Krediten genutzt wird. Das APP schmälert die Nettozinsspanne der Banken, wodurch sich deren Rentabilität tendenziell verringert. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich die Veräußerungsgewinne durch den Verkauf von Staatsanleihen auf kürzere Sicht positiv auf die Ertragslage auswirken werden. Zudem tragen die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) zu einer Verengung der Kreditmargen bei. Die Umfrage deutet auf eine Belebung der Nachfrage nach Unternehmenskrediten sowie nach Wohnungsbaukrediten und Konsumentenkrediten an private Haushalte hin. Hierbei stellt das allgemein niedrige Zinsniveau eine wichtige Triebfeder für die Kreditnachfrage seitens der Unternehmen wie auch der Privathaushalte dar.



# KÄSTEN

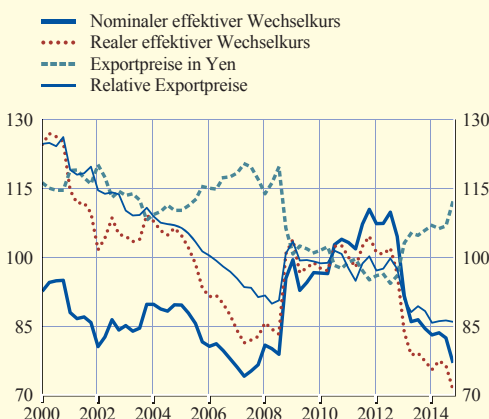
## Kasten I

### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DES JAPANISCHEN AUSSENBEITRAGS

**Vor mehr als zwei Jahren kündigte die japanische Regierung eine Strategie zur Ankurbelung der Wirtschaft an.** Schon vor der Wahl der neuen Regierung unter Ministerpräsident Abe im November 2012 war man an den Finanzmärkten von einem grundlegenden politischen Kurswechsel ausgegangen. Die Folge war unter anderem eine kräftige Abwertung des japanischen Yen, dessen Kurs seit September 2012 in nominaler effektiver Rechnung um 30 % nachgegeben hat (siehe Abbildung A). Da sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Produkte im Ausland durch den schwächeren Yen erhöhte und sich zugleich ausländische Güter im Inland verteuerten, resultierte hieraus die Erwartung, dass von einem Anstieg der (Netto-) Exporte ein spürbarer Impuls für die Wirtschaft des Landes ausgehen werde. Allerdings war das reale Exportwachstum in Japan in den vergangenen zweieinhalb Jahren relativ verhalten, während sich die realen Importe recht dynamisch entwickelten. Seit Ende 2012 ist der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum im Durchschnitt praktisch gleich null.<sup>1</sup> Im vorliegenden Kasten werden die Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entwicklung des japanischen Außenbeitrags untersucht. Daraus geht hervor, dass der Wechselkurs nur eine der Variablen darstellt, welche die Dynamik der Nettoexporte beeinflussen. Es wird zudem ersichtlich, dass die recht schwache Nachfrage nach Exporten aus Japan und – wenn auch in geringerem Maße – die seit dem Erdbeben von 2011 stärkere Nachfrage nach (importiertem) Erdgas ebenfalls eine wichtige Rolle spielen. Unter Berücksichtigung dieser Einflussfaktoren steht die Entwicklung der Ein- und Ausfuhren insgesamt weitgehend im Einklang mit den Fundamentaldaten.

**Abbildung A Effektive Wechselkurse des japanischen Yen und Exportpreise**

(Index: 2010 = 100)

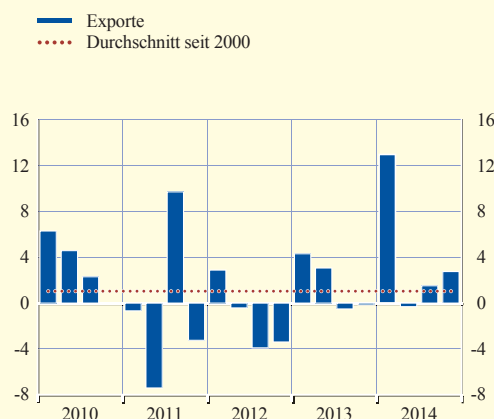


Quelle: Haver.

Anmerkung: Der nominale effektive Wechselkurs des japanischen Yen wird gegenüber den Währungen der 56 wichtigsten Handelspartner Japans berechnet. Die relativen Exportpreise entsprechen dem handelsgewichteten Durchschnitt der Exportdeflatoren der Handelspartner Japans in Yen verglichen mit den japanischen Exportpreisen.

**Abbildung B Reales Exportwachstum**

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quelle: Haver.

Anmerkung: Im Durchschnittswert ist die vierteljährliche Wachstumsrate für das erste Quartal 2014 nicht berücksichtigt, da die offiziellen Zeitreihen für die Ausfuhren durch einen statistischen Bruch infolge einer geänderten Zuordnung der Ausfuhr von Dienstleistungen verzerrt werden.

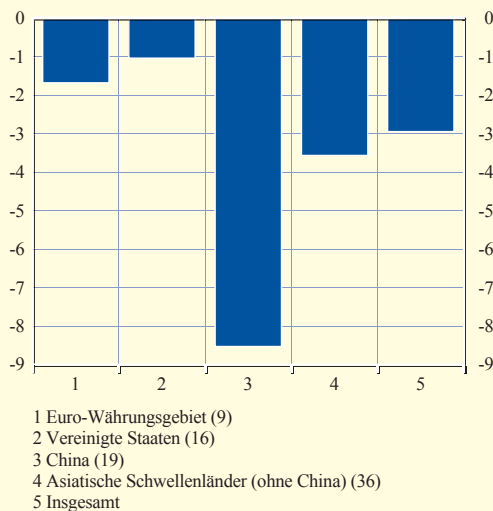
<sup>1</sup> Im durchschnittlichen Beitrag des Außenhandels sind die Daten für das erste Quartal 2014 nicht berücksichtigt, da die offiziellen Zeitreihen für die Ein- und Ausfuhren durch einen statistischen Bruch infolge einer geänderten Zuordnung der Ausfuhr von Dienstleistungen verzerrt werden.

**Seit Ende 2012 hält sich das durchschnittliche Exportwachstum Japans in recht überschaubaren Grenzen.** In der Anfangsphase der Yen-Abwertung kam es zwar zu einer merklichen Beschleunigung der Exportzunahme, diese Entwicklung geriet in den darauffolgenden vier Quartalen jedoch ins Stocken, und die Ausfuhren belebten sich erst wieder im zweiten Halbjahr 2014 (siehe Abbildung B). Lässt man die Volatilität außer Acht, so betrug der vierteljährliche Zuwachs seit dem Schlussquartal 2012 im Schnitt 1 %.<sup>2</sup> Dieser Wert entspricht zwar in etwa dem durchschnittlichen Wachstum seit dem Jahr 2000, ist jedoch niedriger als in früheren Phasen einer starken Abwertung des Yen.

**Hauptgrund für die moderate Exportzunahme war die geringer als erwartete ausfallende Auslandsnachfrage.** In den vergangenen zwei Jahren war die Auslandsnachfrage besonders verhalten, was zum Teil auf die allgemeine Schwäche des Welthandels seit 2011 zurückzuführen ist. Die japanische Exportwirtschaft wurde aber in erster Linie vom nachlassenden Wachstumstempo auf ihren wichtigsten Exportmärkten, vor allem in China und in den übrigen asiatischen Schwellenländern, in Mitleidenschaft gezogen; in diesen Ländern liegen die Importzuwachsrate seit 2012 deutlich unter den in der Vergangenheit beobachteten Durchschnittswerten (siehe Abbildung C). Gleichzeitig schlägt auch der Rückgang des japanischen Exportmarktanteils nach wie vor negativ zu Buche, was wohl nicht zuletzt durch die seit Jahren andauernde Tendenz zur Verlagerung der Produktion ins Ausland bedingt ist (siehe Abbildung D). Dies hat dazu geführt, dass japanische Unternehmen die Nachfrage zunehmend über ausländische Tochtergesellschaften bedienen.

**Abbildung C Entwicklung des Importwachstums auf den wichtigsten Exportmärkten Japans**

(Veränderung des durchschnittlichen jährlichen Wachstums im Zeitraum 2012-2014 gegenüber 2000-2014 in Prozentpunkten)

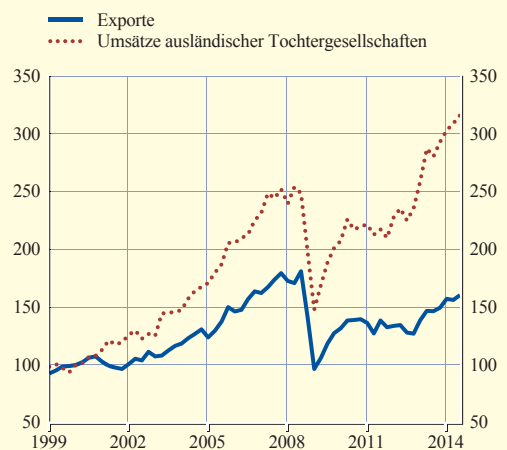


Quelle: Haver.  
 Anmerkung: Die Zahlen in Klammern stellen den Anteil der jeweiligen Regionen an den gesamten Ausfuhren Japans im Jahr 2012 dar.

<sup>2</sup> Siehe Fußnote 1.

**Abbildung D Umsätze ausländischer Tochtergesellschaften und Exporte**

(nominale Umsätze und Exporte; Index: Q1 1999 = 100)



Quelle: Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie.

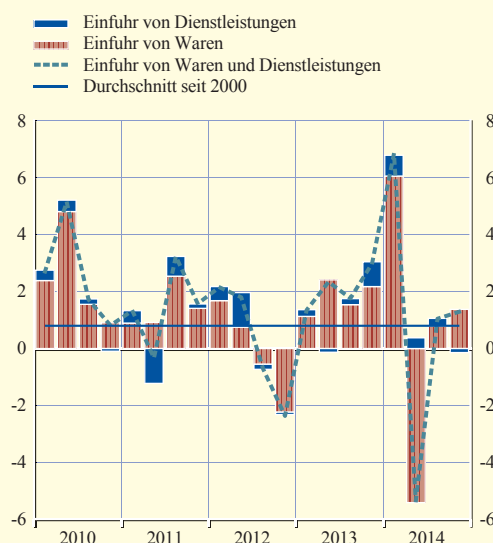
**Dennoch konnten die Ausfuhren Japans von der kräftigen Abwertung des Yen in gewissem Umfang profitieren, nämlich durch die damit einhergehende Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die die schwache Auslandsnachfrage teilweise kompensiert hat.** Der nominale effektive Wechselkurs des Yen ist seit seinem Höchststand im dritten Jahresviertel 2012 um 30 % gesunken. Trägt man zugleich der Entwicklung der Ausfuhrpreise in anderen Ländern Rechnung, so sind die relativen Exportpreise Japans seit dem Jahr 2012 um 13 % zurückgegangen, sodass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes stark verbessert hat (siehe Abbildung A). Dies kam wiederum dem Wachstum der Ausfuhren zugute. Da die japanischen Exportunternehmen ihre Preise in ausländischer Währung nur zum Teil nach unten anpassten, führte dies zu einem beachtlichen Anstieg der in Yen gerechneten Ausfuhrpreise, wodurch sich die Gewinne der Exporteure deutlich erhöhten. Dadurch konnten die japanischen Exportunternehmen auch den durch die kräftige Aufwertung des Yen nach der Finanzkrise bedingten Rückgang ihrer Gewinnmargen bis zu einem gewissen Grad wettmachen.

**Die zuletzt beobachtete Weitergabe von Wechselkursänderungen an die Ausfuhrpreise entspricht im Großen und Ganzen den bisherigen Erfahrungen.** In der Fachliteratur wird geschätzt, dass die Weitergabe von Wechselkursverlusten an die japanischen Ausfuhrpreise, die in den Währungen der Importeure berechnet werden, in der Regel weniger als eins beträgt, was darauf hindeutet, dass einige Exporteure ein „Pricing-to-Market“ betreiben. Dies hängt möglicherweise mit den Fakturierungspraktiken in Japan zusammen: Im Vergleich zu anderen Industrieländern erfolgt in Japan die Rechnungsstellung für Ausfuhren nur zu einem geringen Teil in der eigenen Währung.

**Auch das kräftige Importwachstum wirkte sich negativ auf den Beitrag des Außenhandels zum Anstieg des BIP aus.** Seit Anfang 2013 nahmen die Einfuhren mit durchschnittlich 1,5 % im Quartalsvergleich stärker zu als in dem seit dem Jahr 2000 verzeichneten Durchschnitt. Die jüngste Phase der Yen-Abwertung war geprägt von erheblicher Volatilität, die in erster Linie Ausdruck der vorgezogenen Nachfrage im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung vom April 2014 war, als die Einfuhren sprunghaft anstiegen. Nachdem das Importwachstum in den darauffolgenden Quartalen zurückgegangen war, nahm es zum Jahresende 2014 erneut zu und entsprach damit wieder stärker den historischen Durchschnittswerten (siehe Abbildung E). Die Entwicklung der Einfuhren war vor allem der veränderten Endnachfrage zuzuschreiben, wohingegen Preisänderungen eine vergleichsweise unbedeutende Rolle spielten. Die Importtätigkeit Japans reagiert in der Regel

Abbildung E Reales Importwachstum

(Wachstum gegenüber Vorquartal; Veränderung in % und Beiträge in Prozentpunkten)

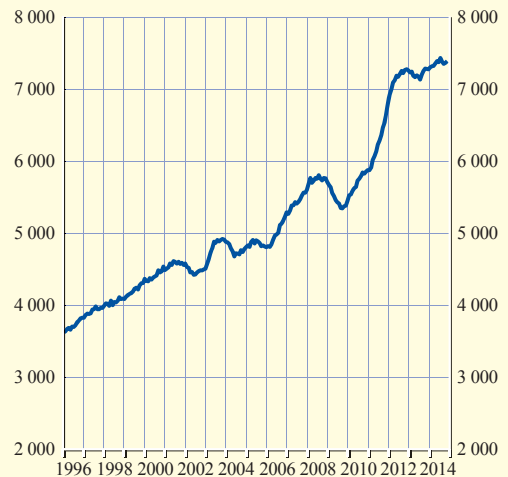


Quelle: Haver.

relativ schwach auf Preisänderungen, und die langfristige Preiselastizität ist gering. Dies bedeutet wiederum, dass das Importwachstum in den letzten Quartalen nur geringfügig gebremst wurde, obwohl die Yen-Abwertung zu einer Erhöhung der relativen Preise für importierte Güter in Relation zu den im Inland produzierten Gütern führte. Hierin könnte sich der hohe Anteil von Rohstoffimporten widerspiegeln, bei denen die Nachfrage für gewöhnlich weniger stark auf Preisänderungen reagiert. Überdies ist die Nachfrage nach Energieeinfuhren in Japan seit der Fukushima-Katastrophe im Jahr 2011 besonders hoch, da die Energieerzeuger ihre Produktion rasch auf (zumeist importierte) fossile Brennstoffe umstellen mussten. Seither wurden die Erdgasimporte volumenmäßig um rund 40 % ausgeweitet (siehe Abbildung F).

**Abbildung F Importvolumina bei Flüssigerdgas**

(in Tsd Tonnen; Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quelle: Haver.

**Insgesamt steht die Entwicklung der Ein- und Ausfuhren mit den Fundamentaldaten weitgehend im Einklang.** Das in jüngster Zeit verzeichnete Exportwachstum fiel zwar angesichts der Abwertung des Yen recht moderat aus, doch war hierfür vor allem die schwache Auslandsnachfrage aus China und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens – und damit den wichtigsten japanischen Exportmärkten – ausschlaggebend. Den Ausfuhren Japans kam die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit zugute, wobei das zuletzt beobachtete Durchwirken von Wechselkursveränderungen auf die Ausfuhrpreise im Großen und Ganzen den bisherigen Erfahrungen entspricht. Das Importwachstum hat sich demgegenüber seit der Yen-Schwäche als recht robust erwiesen; Triebfeder war hier zum Großteil die kräftige Inlandsnachfrage vor allem im Vorfeld der Mehrwertsteueranhebung. Das höhere Einfuhrvolumen ist auch der gestiegenen Nachfrage nach (importiertem) Erdgas im Gefolge der Fukushima-Katastrophe im Jahr 2011 geschuldet.

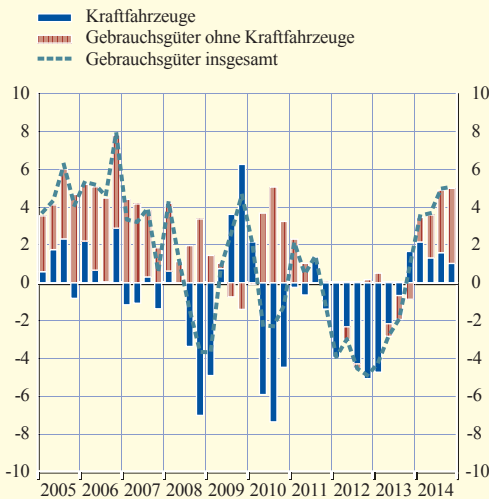
Kasten 2

**JÜNGSTE ENTWICKLUNG DES KONSUMS VON GEBRAUCHSGÜTERN**

**Der Konsum von Gebrauchsgütern im Euro-Währungsgebiet ist in letzter Zeit kräftig gestiegen.<sup>1</sup>** Im Jahr 2014 war die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der Konsumausgaben für Gebrauchsgüter im Eurogebiet in etwa so hoch wie vor der Finanzkrise (siehe Abbildung A). Die Konsumerholung in diesem Bereich ist zum Großteil auf den robusten positiven Beitrag der Gebrauchsgüter ohne Kraftfahrzeuge zurückzuführen. Der Automobilabsatz trug ebenfalls bis zu einem gewissen Grad zur Erholung bei und verzeichnete ein deutliches Plus gegenüber dem Jahr 2013. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die zugrunde liegenden Trends beim Pkw-Absatz schwieriger zu bestimmen sind, da sie in den vergangenen Jahren stark durch verschiedene befristete Maßnahmen auf nationaler Ebene beeinflusst wurden. Unterdessen war die Zunahme des Gebrauchsgüterkonsums seit 2013 nicht auf einige wenige Länder beschränkt, sondern nahezu im gesamten Euroraum zu beobachten, was auf eine breit angelegte Steigerung der Ausgaben für diese Güter hindeutet (siehe Abbildung B).

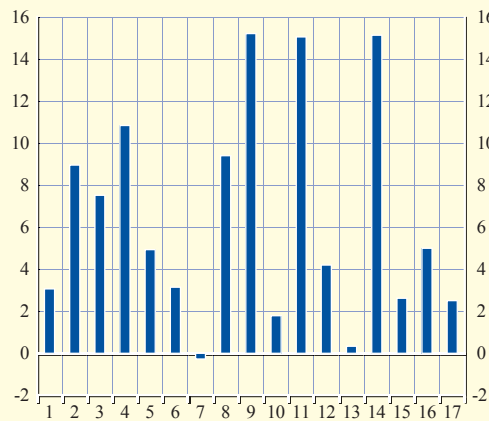
**Abbildung A Konsum von Gebrauchsgütern im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge)



**Abbildung B Konsum von Gebrauchsgütern in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2014**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



1 Deutschland	7 Zypern	13 Österreich
2 Estland	8 Lettland	14 Portugal
3 Griechenland	9 Litauen	15 Slowenien
4 Spanien	10 Luxemburg	16 Slowakei
5 Frankreich	11 Malta	17 Finnland
6 Italien	12 Niederlande	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Aggregate für das Euro-Währungsgebiet wurden anhand der verfügbaren Daten für sämtliche Länder mit Ausnahme Belgiens und Irlands näherungsweise berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2014 (davon ausgenommen ist Luxemburg, für das lediglich Daten bis zum dritten Quartal 2014 vorliegen).

Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Jahresdaten; davon ausgenommen sind Luxemburg und Finnland, für die nur Quartalswerte verfügbar sind. Für Luxemburg liegen lediglich Angaben bis zum dritten Quartal 2014 vor. Für Belgien und Irland sind keine Daten verfügbar.

1 Siehe auch EZB, Jüngste Entwicklung des Konsums von Gebrauchsgütern im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht Mai 2014.

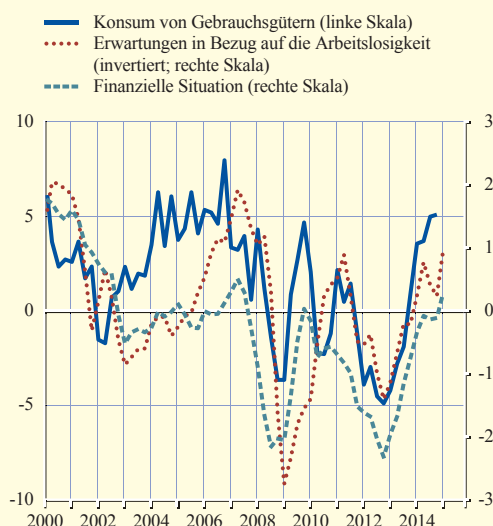
**Der Gebrauchsgüterkonsum reagiert in der Regel sensibler auf Veränderungen der Wirtschaftslage als der Konsum von Verbrauchsgütern und Dienstleistungen.** Hinter einer veränderten Wirtschaftslage können sich unter anderem unerwartete Veränderungen des Einkommens oder der Finanzierungsbedingungen, eine größere gesamtwirtschaftliche Unsicherheit oder veränderte Preiserwartungen verbergen. Der Konsum von Gebrauchsgütern reagiert üblicherweise empfindlicher auf solche Veränderungen, da diese Produkte eine lange Lebensdauer und einen hohen Stückpreis aufweisen, sodass ihr Erwerb unter Umständen zurückgestellt wird. Deshalb kann der Gebrauchsgüterkonsum, wenngleich sein Anteil an den privaten Konsumausgaben insgesamt mit rund 9 % im Euroraum relativ gering ist, als wichtiger Indikator dafür dienen, wie die privaten Haushalte die Wirtschaftslage einschätzen.

**Die aktuelle, breit angelegte Erholung des Gebrauchsgüterkonsums wird dadurch gestützt, dass sich frühere negative Einflüsse ins Positive gekehrt haben, auch wenn einige dämpfende Faktoren fortbestehen.** Im Zeitraum von 2012 bis etwa Mitte 2013 waren Bedenken in einigen Ländern hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit, die steigende Arbeitslosigkeit, die schwache Entwicklung des real verfügbaren Einkommens und des Vermögens privater Haushalte, der Druck zum Verschuldungsabbau in diesem Sektor sowie die erhöhte Unsicherheit und das geringe Verbrauchervertrauen die Hauptursachen für die Verringerung der Ausgaben für Gebrauchsgüter. Dieser konjunkturelle Gegenwind ist weitgehend abgeflaut und zum Teil

sogar in einen Rückenwind umgeschlagen. Insbesondere der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs, die gesunkenen Ölpreise, die bessere Arbeitsmarktlage und das nachlassende Tempo der Haushaltskonsolidierung haben zu einer Erholung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte und zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen geführt. Auch einige Sonderfaktoren dürften hierbei eine Rolle gespielt haben. So hing der zuletzt kräftige Anstieg des Pkw-Absatzes in Spanien zum Teil mit der Fristverlängerung für die Abwrackprämie in diesem Land (Plan PIVE) zusammen. Der zunehmende Konsum von Gebrauchsgütern ohne Kraftfahrzeuge (z. B. Haushaltsgeräten und Möbeln) dürfte auch Beleg für eine positive Entwicklung im Wohnungsbausektor sein. Im Einklang mit der Konjunkturaufhellung haben sich das Verbrauchervertrauen und vor allem die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf die Arbeitslosigkeit und die eigene finanzielle Situation seit 2013 deutlich verbessert (siehe Abbildung C).<sup>2</sup> Hinzu kommt, dass bei den Verbrauchern inzwischen möglicherweise ein Bedarf besteht, Gebrauchsgüter zu ersetzen, die während der jüngsten Phase sehr

**Abbildung C Konsum von Gebrauchsgütern und Erwartungen der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; standardisierte vierteljährliche Umfragesalden)



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Umfragesalden sind der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission entnommen. Die Erwartungen beziehen sich auf die kommenden zwölf Monate. Die Daten sind anhand des historischen Mittelwerts und der Standardabweichung standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015 (Umfragen) bzw. das vierte Quartal 2014 (Gebrauchsgüterkonsum).

<sup>2</sup> Nähere Einzelheiten hierzu siehe Kasten 3, Gründe für den Anstieg des Verbrauchervertrauens, in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

großer Unsicherheit und steigender Arbeitslosigkeit an Wert verloren haben. Gleichwohl könnten sich die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und die zwar nachlassende, aber immer noch beträchtliche Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten auch weiterhin dämpfend auf größere Anschaffungsvorhaben auswirken.

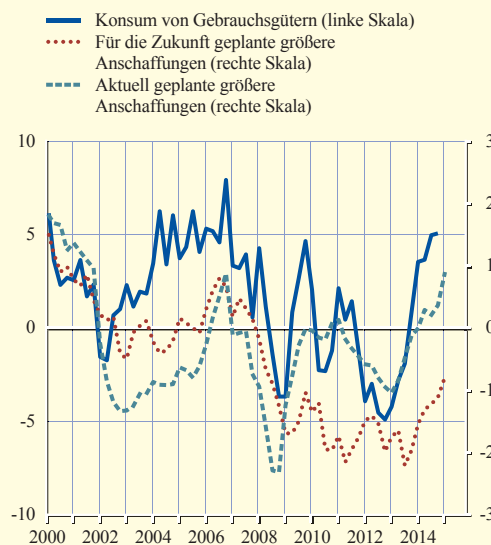
**Was die Zukunft betrifft, so haben sich die aus Umfragen abgeleiteten Indikatoren zu geplanten größeren Anschaffungen der Verbraucher erhöht.** Die Indikatoren der aktuellen und der für die Zukunft geplanten größeren Anschaffungen sind ein guter Maßstab für den künftigen Erwerb von Gebrauchsgütern im Euro-Währungsgebiet. Der Indikator der aktuellen Anschaffungsvorhaben liegt derzeit auf seinem Vorkrisenniveau (siehe Abbildung D). Der Indikator der künftigen Anschaffungsvorhaben (d. h. der für die kommenden zwölf Monate geplanten Käufe) ist in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen, wenngleich er nach wie vor weit hinter seinem langfristigen Durchschnitt zurückbleibt.

**Insgesamt gibt es trotz des von niedriger Inflation geprägten Umfelds keine Hinweise darauf, dass die Verbraucher derzeit Käufe von Gebrauchsgütern zurückstellen.** Eine solche Kaufzurückhaltung ist einer der Kanäle, über den sich – insbesondere bei Zinsen nahe der Nullgrenze – eine negative Inflation oder eine Deflation nachteilig auf das Wirtschaftswachstum auswirken könnte. Wenn die Konsumenten für die Zukunft mit sinkenden Preisen rechnen, schieben sie möglicherweise den Erwerb von weniger dringend benötigten und kostspieligeren Gebrauchsgütern auf. In Untersuchungen über Deflations- bzw. Niedriginflationsphasen konnten empirische Belege für diesen Kanal gefunden werden.<sup>3</sup> Dagegen lassen aktuelle Daten für das Eurogebiet darauf schließen, dass sich die durch die geringere Teuerung bedingten Realeinkommenszuwächse der privaten Haushalte in einem höheren Konsum, auch von Gebrauchsgütern, niederschlagen und somit die konjunkturelle Erholung stützen.

<sup>3</sup> Siehe beispielsweise T. F. Cargill und E. Parker, Price deflation and consumption: central bank policy and Japan's economic and financial stagnation, in: Journal of Asian Economics, Bd. 15(3), 2004, S. 493-506, sowie M. Hori und S. Shimizutani, Price expectations and consumption under deflation: evidence from Japanese household survey data, in: International Economics and Economic Policy, Bd. 2(2), November 2005, S. 127-151.

#### Abbildung D Konsum von Gebrauchsgütern und geplante größere Anschaffungen der Verbraucher

(Veränderung gegen Vorjahr in %; standardisierte vierteljährliche Umfragesalden)



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Umfragesalden sind der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission entnommen und anhand des historischen Mittelwerts und der Standardabweichung standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015 (Umfragen) bzw. das vierte Quartal 2014 (Gebrauchsgüterkonsum).



### Kasten 3

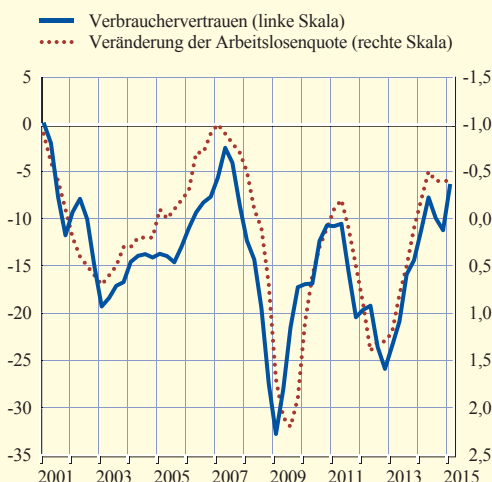
#### GRÜNDE FÜR DEN ANSTIEG DES VERBRAUCHERVERTRAUENS

**Im März 2015 stieg das Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet den vierten Monat in Folge deutlich an und erreichte wieder den vor der Krise verzeichneten Stand.** Damit hat es sich von seinem Rückgang im zweiten Halbjahr 2014 erholt. Insgesamt zeichnet sich seit Anfang 2013 eine Zunahme des Verbrauchervertrauens ab. Im vorliegenden Kasten wird näher auf die jüngste Entwicklung dieses Indikators eingegangen und untersucht, inwieweit seine Erholung auf die niedrigeren Ölpreise und die gesunkene Arbeitslosigkeit zurückzuführen ist.

**Der zuletzt beobachtete Anstieg des Verbrauchervertrauens ging mit einer allmählichen Erholung am Arbeitsmarkt und niedrigeren Ölpreisen einher.** Trotz einer zeitweiligen Eintrübung im zweiten Halbjahr 2014 hat sich die Lage an den Arbeitsmärkten im Euroraum seit Ende 2012 kontinuierlich aufgehellt, was zur Stärkung des Verbrauchervertrauens beigetragen haben könnte (siehe Abbildung A). Zudem sanken die Ölpreise in der zweiten Jahreshälfte 2014 drastisch und verharren seither auf niedrigem Niveau; dies hat sich positiv auf das real verfügbare Einkommen der Konsumenten und möglicherweise auch auf den entsprechenden Vertrauensindikator ausgewirkt (siehe Abbildung B). Zwar ist Letzterer im selben Zeitraum etwas zurückgegangen, die verfügbaren Daten legen jedoch nahe, dass das Verbrauchervertrauen in der Regel positiv auf niedrigere Ölpreise reagiert.<sup>1</sup>

**Abbildung A Verbrauchervertrauen und Veränderung der Arbeitslosenquote**

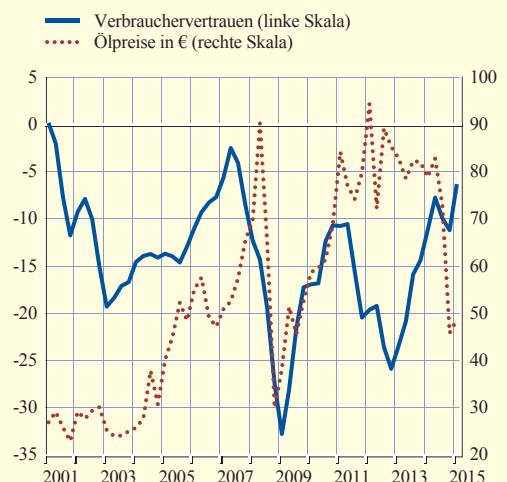
(Saldo der Antworten; Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Veränderung der Arbeitslosenquote im ersten Quartal 2015 basiert auf den Angaben für Januar und Februar 2015.

**Abbildung B Verbrauchervertrauen und Ölpreise**

(Saldo der Antworten)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

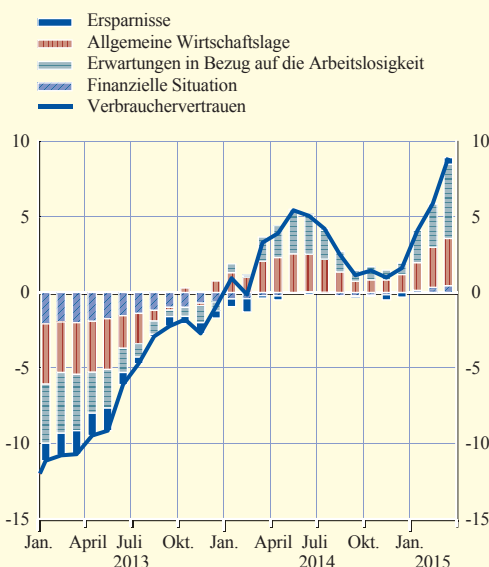
<sup>1</sup> Belege aus den Vereinigten Staaten zur Reaktion des Verbrauchervertrauens auf energiepreisbedingte Zuwächse des real verfügbaren Einkommens finden sich in: P. Edelstein und L. Kilian, How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 56, 2009, S. 766-779. Aktuellere Belege für die Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise auf das Verbrauchervertrauen in den USA finden sich in: A. Aladangady und C. R. Sahm, Do lower gasoline prices boost confidence?, FEDS Notes, 2015, abrufbar unter [www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/do-lower-gasoline-prices-boost-confidence-20150306.html](http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/do-lower-gasoline-prices-boost-confidence-20150306.html).

**Ausschlaggebend für die Zunahme des Vertrauens der Verbraucher seit Anfang 2013 ist die deutlich positivere Einschätzung der künftigen Arbeitsmarkt- und Wirtschaftslage durch die privaten Haushalte.<sup>2</sup>** Die Einschätzung der privaten Haushalte bezüglich ihrer künftigen Ersparnisse und finanziellen Situation machte sich hingegen nur geringfügig bemerkbar (siehe Abbildung C). Die Arbeitsmarktentwicklung muss somit wohl ein entscheidender Faktor für den jüngsten Anstieg des Verbrauchervertrauens gewesen sein. Die Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftslage durch die privaten Haushalte korreliert darüber hinaus in hohem Maße mit ihren Erwartungen bezüglich der Arbeitslosigkeit. Dies deutet darauf hin, dass sich das Verbrauchervertrauen insgesamt zum Großteil durch die Entwicklung am Arbeitsmarkt erklären lässt. Dennoch gilt es zu beachten, dass die Arbeitslosenquote trotz ihres Rückgangs in vielen Ländern des Eurogebiets weiterhin hoch ist.

**Die Zunahme des Verbrauchervertrauens im Euroraum wurde im Wesentlichen von Deutschland, Spanien und Italien getragen.** In Spanien und Italien ging diese Entwicklung mit einem Rückgang der Arbeitslosenquote einher. Auch in Deutschland konnten günstige Arbeitsmarktbedingungen, unter anderem eine niedrige und weiter rückläufige Arbeitslosenquote, dem Verbrauchervertrauen Auftrieb verleihen. Dagegen war in Frankreich in den vergangenen beiden Jahren eine geringere Veränderung des Vertrauens der Verbraucher zu verzeichnen, die mit der Arbeitsmarktentwicklung im Einklang stand. Zudem hatte der Ölpreisverfall – bedingt durch den

Abbildung C Verbrauchervertrauen nach Teilkomponenten

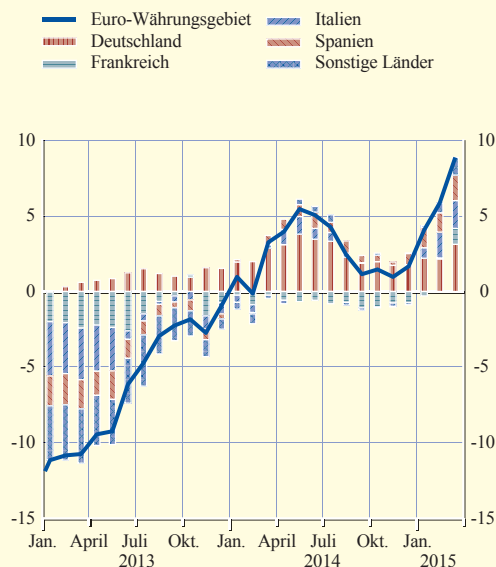
(Saldo der Antworten; Abweichung vom historischen Durchschnitt)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Fragen zu jeder Teilkomponente beziehen sich auf die Erwartungen der privaten Haushalte für die kommenden zwölf Monate.

Abbildung D Verbrauchervertrauen nach Ländern

(Saldo der Antworten; Abweichung vom historischen Durchschnitt)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

<sup>2</sup> Der Index des Verbrauchervertrauens wird aus den Antworten der privaten Haushalte auf Fragen zu ihren Erwartungen für die kommenden zwölf Monate in Bezug auf ihre finanzielle Situation, die allgemeine Wirtschaftslage, die Arbeitslosigkeit und ihre Ersparnisse erstellt.

niedrigeren Anteil von Mineralölprodukten am dortigen Konsum – relativ betrachtet geringere unmittelbare Auswirkungen auf das real verfügbare Einkommen, was bis zu einem gewissen Grad ebenfalls als Erklärung für den schwächeren Anstieg des Verbrauchervertrauens in Frankreich dienen könnte (siehe Abbildung D).

**Ökonometrische Untersuchungen belegen, dass der seit Anfang 2013 verzeichnete Anstieg des Verbrauchervertrauens im Euro-Währungsgebiet hauptsächlich auf eine höhere Arbeitsmarktdynamik zurückzuführen ist.** Daneben haben auch niedrigere Energiepreise in gewissem Umfang zur Zunahme dieses Vertrauensindikators beigetragen. Im letzten Quartal 2014 beschleunigte sich der Zuwachs des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte durch ein höheres Beschäftigungswachstum und fallende Ölpreise und erreichte wieder ein Niveau, das zuletzt vor Ausbruch der Krise verzeichnet worden war. Obschon die günstigere Arbeitsmarktlage zum Teil auch durch den Rückgang der Energiepreise bedingt sein könnte, lassen ökonometrische Untersuchungen darauf schließen, dass der Anstieg des Verbrauchervertrauens in erster Linie mit einer tatsächlichen Verbesserung der Arbeitsmarktlage zusammenhängt, die nicht den niedrigeren Ölpreisen zuzuschreiben ist. Die positive Arbeitsmarktentwicklung der letzten Monate stimmt daher zuversichtlich, da sie zu einer nachhaltigeren und länger andauernden Erholung des Verbrauchervertrauens führen sollte statt zu einer nur vorübergehenden Zunahme aufgrund des Ölpreisverfalls.

## Kasten 4

## ENTWICKLUNG DER LÄNGERFRISTIGEN INFLATIONSERWARTUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Gegenüber ihrem niedrigen Stand von Mitte Januar haben sich die längerfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet wieder erhöht, womit der Rückgang der beiden vorangegangenen Jahre zum Stillstand kam. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich wurde eine ähnliche Entwicklung – wenn auch mit leichten Unterschieden – beobachtet. Längerfristige Inflationserwartungen gelten allgemein als ein Indikator für die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, ihr Preisstabilitätsziel zu erreichen, und sollten daher stets fest „verankert“ sein. Eine Verankerung der Inflationserwartungen ist dann gegeben, wenn die längerfristigen Erwartungen nicht auf Veränderungen der kürzerfristigen Inflationsentwicklung reagieren. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten die historische Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen beleuchtet und mit markt- und umfragebasierten Indikatoren verglichen.

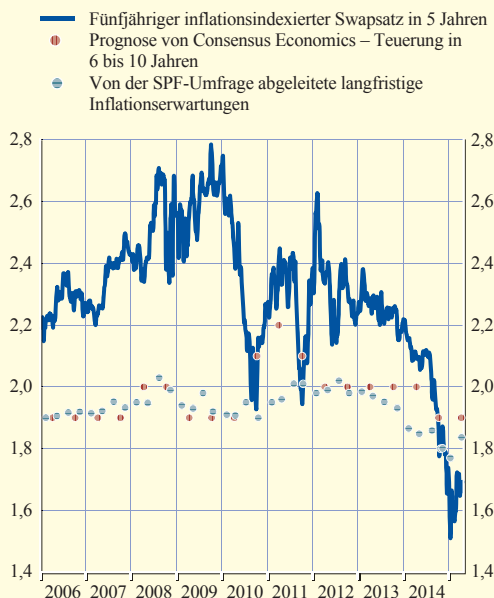
**Sowohl markt- als auch umfragebasierte Indikatoren (Letztere allerdings in geringerem Maße) für die längerfristigen Inflationserwartungen sind von Anfang 2013 bis Anfang 2015 zurückgegangen.**

Die im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB enthaltenen Erwartungen bezüglich der Inflation in fünf Jahren haben sich von 1,98 % im ersten Quartal 2013 auf 1,77 % im ersten Quartal 2015 verringert (siehe Abbildung A). Der aus marktbasieren Indikatoren abgeleitete einjährige Terminalsatz in vier Jahren fiel von 2,0 % Anfang 2013 auf 1,2 % im Januar 2015, während der fünfjährige inflationsindexierte Swapsatz in fünf Jahren im selben Zeitraum von 2,4 % auf 1,5 % sank.<sup>1</sup>

Die unterschiedliche Entwicklung der markt- und der umfragebasierten Indikatoren für die Inflationserwartungen mag teilweise durch Inflationsrisikoprämien bedingt sein. Möglicherweise war der in den letzten beiden Jahren verzeichnete Rückgang der marktbasieren Indikatoren im Euroraum zum Teil nicht nur eine Folge der mit den umfragebasierten Indikatoren übereinstimmenden abwärtsgerichteten Entwicklung der Inflationserwartungen, sondern auch der sinkenden Inflationsrisikoprämien. Die in den

Abbildung A Längerfristige markt- und umfragebasierte Indikatoren für Inflationserwartungen

(in %)



Quellen: Reuters und EZB.

Anmerkung: Die Angaben zum Swapsatz liegen bis einschließlich 14. April 2015 vor.

<sup>1</sup> Die Beurteilung der Entwicklung der marktbasieren Inflationserwartungen hängt wesentlich davon ab, dass die gesamte Bandbreite marktbasierter Indikatoren der Inflationserwartungen berücksichtigt wird. Dabei gelten die von inflationsindexierten Swapsätzen abgeleiteten Indikatoren als die verlässlichsten Messgrößen, da sie im Vergleich zu anleihebasierten Indikatoren von saisonalen Verzerrungen und Liquiditätsschwankungen weniger stark berührt werden. Dennoch sind anleihebasierte Indikatoren für die Gegenprüfung der von inflationsindexierten Indikatoren ausgehenden Signale unerlässlich.

Jahren 2013 und 2014 veröffentlichten Inflationsraten fielen anhaltend niedriger aus als von den Marktteilnehmern erwartet, weswegen möglicherweise in stärkerem Maße Abwärtsrisiken für die Inflation eingepreist wurden und sich niedrige oder sogar negative Inflationsrisikoprämien ergaben.

**Auch in anderen Ländern waren die markt-basierten Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen rückläufig.** In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich sind die markt-basierten Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen seit Anfang 2013 ebenfalls gesunken, wenn auch nicht so anhaltend wie im Eurogebiet (siehe Abbildung B).

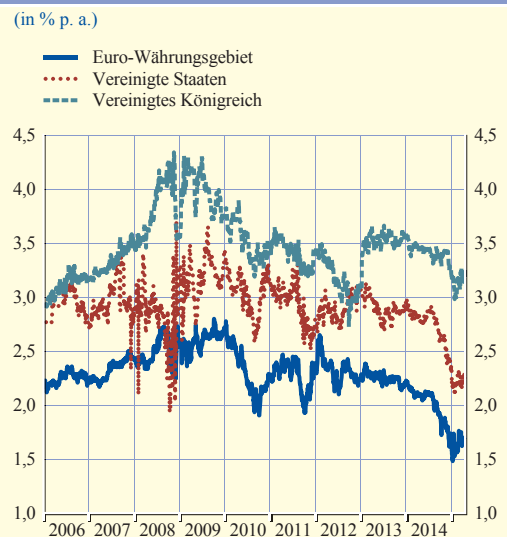
**Vor diesem Hintergrund kündigte der EZB-Rat im Januar 2015 sein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an.** Zahlreiche Indikatoren für die tatsächliche

und die erwartete Teuerung im Euro-Währungsgebiet hatten sich historischen Tiefständen angenähert. Es wurden daher geldpolitische Maßnahmen ergriffen, um die Risiken einer übermäßig lang anhaltenden Phase niedriger Inflationsraten sowie möglicher Zweitrundeneffekte auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu bekämpfen, die die mittelfristige Preisentwicklung beeinträchtigen könnten.

**Seit Januar 2015 haben sich sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet gegenüber ihren niedrigen Ständen erholt.** Die fünfjährigen inflationsindexierten Swapsätze in fünf Jahren, die im Januar 2015 auf 1,5 % gefallen waren, sind bis Mitte April auf rund 1,7 % gestiegen, während sich der aus markt-basierten Indikatoren abgeleitete einjährige Terminsatz in vier Jahren im selben Zeitraum von 1,2 % auf 1,5 % erhöht hat. Auch die umfragebasierte und anhand der jüngsten SPF-Umfrage (für das zweite Quartal 2015) ermittelte Termininflationkurve für den Euroraum tendierte nach oben. Vor allem die durchschnittliche Punktprognose der längerfristigen Inflationserwartungen hat sich um 0,07 Prozentpunkte auf 1,84 % erhöht.

**Die Erholung der längerfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet deutet darauf hin, dass sowohl die professionellen Prognostiker als auch die Marktteilnehmer nun wieder zuversichtlicher sind, dass die Inflation mittelfristig auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehren wird.**

**Abbildung B Fünfjährige inflationsindexierte Swapsätze in 5 Jahren**



Quellen: Thomson Reuters und Bloomberg.  
Anmerkung: Die Swapsätze für das Vereinigte Königreich sind an den dortigen Einzelhandelspreisindex gebunden.

## Kasten 5

**WEIT GEFASSTE GELDMENGE UND KREDITVERGABE IN DEN VEREINIGTEN STAATEN WÄHREND DER UMSETZUNG DER UMFANGREICHEN ANKAUFPROGRAMME DER FEDERAL RESERVE**

**Das Federal Reserve System beschloss im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers eine Serie groß angelegter Programme zum Ankauf von Vermögenswerten.** Diese Programme zur quantitativen Lockerung (allgemein als QE1, QE2 und QE3<sup>1</sup> bezeichnet) traten rasch an die Stelle der Kreditfazilitäten, deren Einführung Ende 2007 die erste Reaktion der Federal Reserve auf die Finanzmarktunruhen dargestellt hatte. Das letzte dieser umfangreichen Ankaufprogramme endete im Oktober 2014. In diesem Kasten wird die Entwicklung von vier Geldmengen- und Kreditvariablen in den USA während der Umsetzung der Ankaufprogramme betrachtet: die Geldbasis, die weit gefasste Geldmenge, die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und die von Banken bei der Darlehensgewährung angewandten Kreditrichtlinien. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M2) in den USA kehrte während der Umsetzung des QE2-Programms wieder auf das Vorkrisenniveau zurück und überstieg dabei das Wachstum des nominalen BIP. Betrachtet man die gesamte Phase der quantitativen Lockerung in den Vereinigten Staaten, so wird deutlich, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien in dieser Zeit beständig lockerten und sich die Kreditvergabe an Unternehmen im Anschluss erholte. Zu Vergleichszwecken werden auch die entsprechenden Variablen für das Euro-Währungsgebiet dargestellt.

In Tabelle A werden die einzelnen Phasen des Anleiheankaufs in den USA nach Zeitpunkt, Zusammensetzung und Umfang untergliedert und der Entwicklung der Kreditfazilitäten der Federal Reserve sowie der Geldbasis gegenübergestellt.

**Tabelle A Zeitpunkt, Zusammensetzung und Umfang der umfassenden Programme der Federal Reserve zum Ankauf von Vermögenswerten**

Programmphasen	Ankäufe (in Mrd USD, gemessen an der Veränderung im SOMA-Portfolio der Federal Reserve)			Veränderung der Kreditfazilitäten der Fed <sup>1</sup> (in Mrd USD)	Veränderung der Geldbasis		
	US-Staatsanleihen	Durch Unternehmen mit staatlichem Förderauftrag (Agencies) garantierte MBS sowie durch solche Stellen begebene Wertpapiere	Insgesamt		Bestandsänderung (in Mrd USD)	In % der weit gefassten Geldmenge zu Beginn der jeweiligen Programmphase	In % des nominalen BIP zu Beginn der jeweiligen Programmphase
Q4 2008 – Q1 2010 (QE1)	301	1 228	1 529	-405	1 170	15	8
Q4 2010 – Q2 2011 (QE2)	809	-209	601	-69	687	8	5
Q4 2012 – Q4 2014 (QE3)	807	857	1 664	-1	1 340	14	8
<i>Q4 2008 – Q4 2014</i>	<i>1 975</i>	<i>1 766</i>	<i>3 741</i>	<i>-586</i>	<i>3 025</i>	<i>39</i>	<i>20</i>

Quellen: Federal Reserve, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Quartalswerte. MBS = Mortgage-Backed Securities (hypothekarisch besicherte Wertpapiere). SOMA = System Open Market Account.

1) Dies umfasst die Kreditvergabe an Einlagen- und sonstige Finanzinstitute, die Kreditgewährung über andere Kreditfazilitäten sowie die Unterstützung bestimmter Institute.

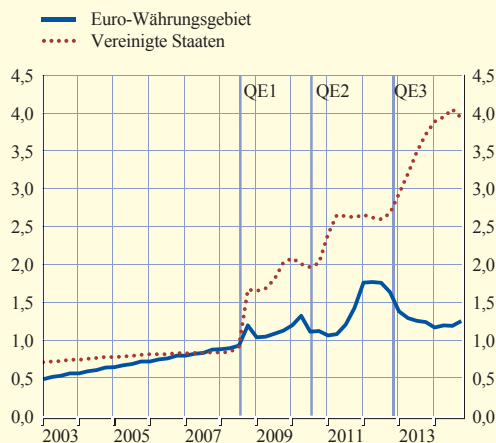
<sup>1</sup> Von September 2011 bis Ende 2012 gab es außerdem ein Programm zur Laufzeitverlängerung (maturity extension programme – MEP). Dabei wurde die Durchschnittslaufzeit der Wertpapiere im Portfolio der Federal Reserve verlängert, wodurch sich auch die Wirkung der zuvor getätigten Ankäufe verlängerte, ohne dass sich die Bilanzsumme der Federal Reserve oder der aggregierte Betrag an von US-Banken bei der Zentralbank gehaltenen Guthaben zusätzlich erhöhte. Zu den genauen Terminen der einzelnen Sondermaßnahmen der Federal Reserve und ihrem Einfluss auf die Anleihemärkte siehe: C. Altavilla und D. Giannone, The effectiveness of non-standard monetary policy measures from survey data, Discussion Papers des CEPR, Nr. 10001, 2014.

**Die Geldbasis in den Vereinigten Staaten ist ein nützlicher Indikator des Zeitpunkts, Tempos und Nettoumfangs der geldpolitischen Interventionen der Federal Reserve (siehe Abbildung A).**

Zentralbankprogramme zum Ankauf von Vermögenswerten führen, ebenso wie Kreditgeschäfte mit Geschäftsbanken, durch ihre Ausgestaltung zu einem entsprechenden Anstieg der von den Banken bei der Zentralbank gehaltenen Reserven und damit zu einer Ausweitung der Geldbasis.<sup>2</sup> Und tatsächlich entspricht die gesamte Ausdehnung der Geldbasis während der Umsetzung aller Ankaufprogramme der Fed weitestgehend der Summe aus der beobachteten Veränderung der Guthaben im System Open Market Account (SOMA) und der Veränderung der in Anspruch genommenen Kreditfazilitäten (siehe Tabelle A)<sup>3</sup>. Außerdem liefert sie präzise Informationen zum Zeitpunkt, Tempo und Nettoumfang der einzelnen Interventionen.

**Abbildung A Geldbasis**

(in Billionen der entsprechenden Währung; Quartalswerte)



Quellen: EZB und Federal Reserve.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014. Die vertikalen Linien markieren den Anfang des ersten Quartals der jeweiligen QE-Programmphase. Die Geldbasis der Vereinigten Staaten umfasst den Bargeldumlauf sowie die von Banken und sonstigen Einlageninstituten auf ihren Konten bei der Federal Reserve gehaltenen Guthaben. Im Euro-Währungsgebiet umfasst die Geldbasis den Banknotenumlauf sowie die Giro Guthaben und Einlagen der MFIs beim Eurosystem.

**Es besteht keine Eins-zu-eins-Beziehung zwischen der Geldbasis und der weit gefassten Geldmenge.** Der Erwerb von Wertpapieren durch die Zentralbank wirkt sich sowohl direkt über einen mechanischen Effekt als auch über eine anschließende Umschichtung der Verkäuferportfolios auf die weit abgegrenzte Geldmenge aus. Der direkte Einfluss hängt davon ab, welchem Sektor die Endverkäufer zuzuordnen sind. Im Eurogebiet führen solche Käufe beispielsweise unmittelbar zu einem Eins-zu-eins-Anstieg von M3, wenn die Verkäufer zum geldhaltenden Sektor gehören (z. B. private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Finanzintermediäre (ohne MFIs) oder öffentliche Stellen (ohne Zentralstaaten)). Handelt es sich bei den Verkäufern hingegen um MFIs oder Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets, wird die weit gefasste Geldmenge nicht tangiert, da deren Einlagen nicht zu M3 zählen. Die Auswirkung der Ankäufe ist jedoch nicht auf diesen Soforteffekt beschränkt. Nach dem Verkauf werden die meisten Verkäufer ihre Portfolios umschichten. Einige dieser Umschichtungen führen zu einer Kontraktion der weit gefassten Geldmenge (z. B. wenn gebietsansässige Nicht-MFIs mit dem Erlös ausländische Vermögenswerte erwerben oder ihn in langfristige Schuldverschreibungen eines gebietsansässigen MFI investieren). Andere Transaktionen resultieren in einem Anstieg der weit gefassten Geldmenge (z. B. wenn gebietsfremde Anleger Anteilsrechte oder Anleihen gebietsansässiger nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erwerben).

2 Dies hängt damit zusammen, dass die Zentralbank ihre Vermögenswertankäufe durch Gutschrift auf die Reservekonten ihrer Geschäftspartner bezahlt, die entweder als Endverkäufer oder aber als Verrechnungsstelle für einen anderen Endverkäufer agieren können. Die Geldbasis in den USA wird definiert als die Guthaben der Banken bei der Zentralbank zuzüglich des Bargeldumlaufs. Der Einfachheit halber werden die Begriffe „Banken“ und „Geschäftsbanken“ in diesem Kasten als generische Terminologie verwendet, um Depositenbanken in den USA bzw. Kreditinstitute im Euroraum zu bezeichnen.

3 Im von der Federal Reserve Bank of New York verwalteten SOMA-Portfolio werden auf Dollar lautende Vermögenswerte gehalten, die im Rahmen von Offenmarktgeschäften erworben wurden. Der aggregierte Saldo der verschiedenen Fazilitäten zur Kreditgewährung an Ansässige in den USA erreichte Ende Dezember 2008 mit 1,05 Billionen US-Dollar seinen Höchststand.

Darüber hinaus wird das Niveau der weit gefassten Geldmengen in einer Volkswirtschaft allgemein noch von einer Vielzahl anderer Interaktionen bestimmt; so spielen etwa die Konjunktur und die Kreditgewährung durch Banken als Hauptquellen der endogenen Geldschöpfung eine entscheidende Rolle.

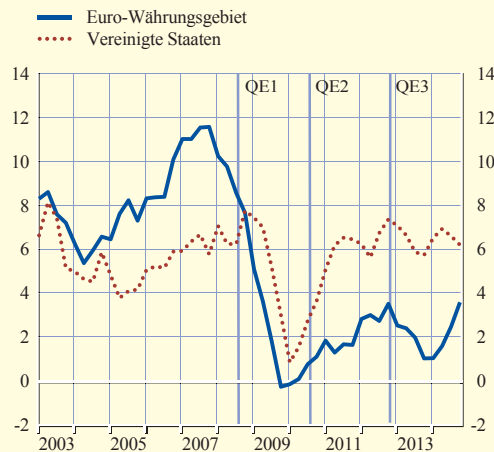
### Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M2) in den USA kehrte nur während der Umsetzung des QE2-Programms im Jahr 2011 wieder auf das Vorkrisenniveau zurück.

Wie aus den obigen Überlegungen hervorgeht, führt eine Ausweitung der Geldbasis nicht zwangsläufig zu einem Anstieg der weit gefassten Geldmenge. Während des QE1-Programms von 2008 bis 2010 brach das Geldmengenwachstum sogar ein, obwohl die Geldbasis zunahm. Dies hing zum einen mit dem stark rezessiven wirtschaftlichen Umfeld und dem damit einhergehenden drastischen Rückgang der Kreditvergabe zusammen (siehe Abbildung E). Zum anderen betrafen die im Rahmen von QE1 getätigten Käufe vor allem Mortgage-Backed Securities (MBS). Da die meisten dieser Wertpapiere von Banken gehalten wurden,<sup>4</sup> hielt sich der Einfluss der Käufe auf das weit gefasste Geldmengenaggregat in Grenzen. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge erholte sich allerdings während der Umsetzung von QE2 im Jahr 2011 und blieb auch in der QE3-Phase von 2012 bis 2014 durchweg auf hohem Niveau (siehe Abbildung B). Ab September 2012 lag das jährliche M2-Wachstum in den Vereinigten Staaten dann zwischen 6 % und 7 %. Im Vergleich dazu befindet sich das jährliche M3-Wachstum im Euro-Währungsgebiet seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers deutlich unter dem Vorkrisenniveau, wenngleich in den letzten Quartalen eine beträchtliche Erholung zu beobachten war.

**Die weit gefasste US-Geldmenge wuchs während der QE-Programme zumeist schneller als das nominale BIP.** Es lässt sich argumentieren, dass die beobachtete Zunahme des weit abgegrenzten Geldmengenaggregats und der Kredite eine normale endogene Reaktion auf die Erholung der Konjunktur darstellt.<sup>5</sup> Tatsächlich ist das reale BIP in den Vereinigten Staaten seit der Rezession 2009 im Gegensatz zu Europa kontinuierlich angestiegen. Daher ist es aufschlussreich, die Entwicklung der weit gefassten Geldmenge in Relation zum nominalen BIP zu beobachten. Gemäß dieser Kennzahl ist das weit gefasste Geldmengenaggregat in den

Abbildung B Weit gefasste Geldmenge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: EZB, Federal Reserve und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014. Die vertikalen Linien markieren den Anfang des ersten Quartals der jeweiligen QE-Programmphase. Das weit gefasste Geldmengenaggregat entspricht in den USA der Geldmenge M2 und im Euroraum der Geldmenge M3. Die US-Geldmenge M2 wurde um eine Reihe bedeutsamer Brüche in der Datenreihe, die in Pressemitteilungen der Federal Reserve von 2008 bis 2012 dokumentiert sind, sowie um den geschätzten Effekt einer Veränderung der Richtlinien des US-Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation) im Jahr 2011 bereinigt.

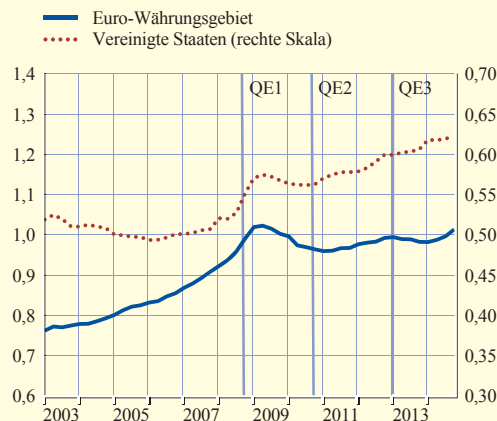
4 Diese Einschätzung teilen auch H. M. Ennis und A. L. Wolman, Large excess reserves in the U.S.: a view from the cross-section of banks, Working Paper der Federal Reserve Bank of Richmond, Nr. 12-05, 2012.

5 Schätzungen zufolge bewegt sich der Effekt eines auf 1 Billion USD normalisierten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten auf das reale BIP in der Spitze zwischen 0,2 % und 1,5 %. Siehe beispielsweise C. Baumeister und L. Benati, Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound, in: International Journal of Central Banking, Bd. 9 (2), S. 165-212, Juni 2013, und H. Chen, V. Cúrdia und A. Ferrero, The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs, in: The Economic Journal, Bd. 122, Nr. 564, 2012.



**Abbildung C Weit gefasste Geldmenge in Relation zum BIP**

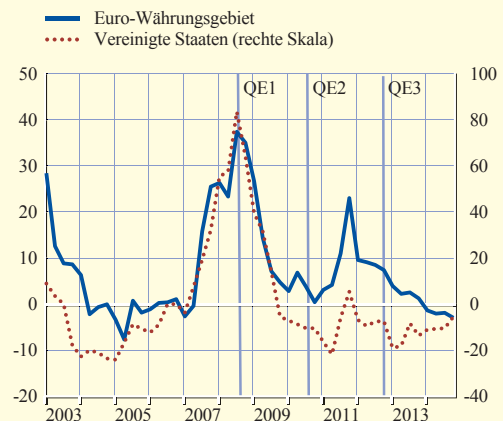
(Quotient; Quartalswerte)



Quellen: EZB, Federal Reserve, OECD und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014. Die vertikalen Linien markieren den Anfang des ersten Quartals der jeweiligen QE-Programmphase. Erläuterungen zur weit gefassten Geldmenge finden sich in Abbildung B.

**Abbildung D Richtlinien für die Kreditvergabe an große und mittlere Unternehmen**

(Nettosaldo der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien meldeten; Quartalswerte)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet) und Federal Reserve (Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices: Measures of Supply and Demand for Commercial and Industrial Loans). Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014. Die vertikalen Linien markieren den Anfang des ersten Quartals der jeweiligen QE-Programmphase.

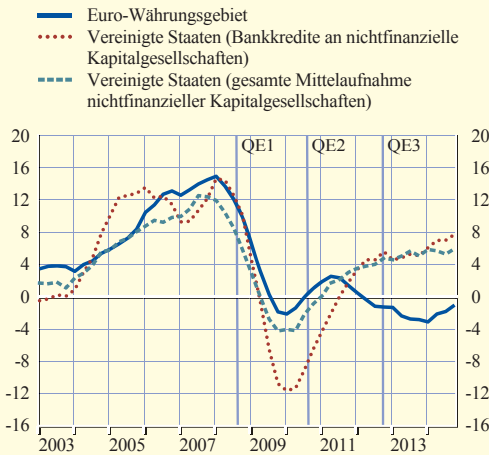
USA während der quantitativen Lockerung über weite Strecken – vor allem aber nach der QE2-Implementierung – anders als in den Jahren 2003 bis 2007 systematisch schneller gewachsen als das nominale BIP (siehe Abbildung C).

**Was die Wirkung auf die Kreditvergabe an die Wirtschaft betrifft, so begannen die US-Banken – möglicherweise infolge des Ankaufs von MBS durch die Federal Reserve – in der Mitte des QE1-Programms, ihre Richtlinien für die Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zu lockern.** Analog zu den europäischen Banken verschärfen auch die US-Banken im Gefolge der Finanzmarktspannungen des Jahres 2007 und vor allem nach der Insolvenz von Lehman Brothers ihre Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Gegen Ende 2009 kam dieser Trend in den USA allerdings zum Erliegen, und die Banken meldeten sogar wieder eine moderate Lockerung ihrer Vergabestandards. Abgesehen vom Schlussquartal 2011 setzten die US-Banken diese Lockerung der Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Unternehmen in der Folgezeit fort (siehe Abbildung D). Begünstigt wurde diese Entwicklung möglicherweise durch den hohen Anteil von Mortgage-Backed Securities an den Wertpapierkäufen der Federal Reserve (rund 80 % im QE1-Programm und 50 % beim QE3-Programm), was es den Banken erleichterte, ihre Bilanzen anzupassen. Anders verhielt es sich im Euroraum, wo die Banken ihre Kreditrichtlinien bis Ende 2013 weiter verschärfen, wenngleich in etwas geringerem Maße als in der Zeit von 2007 bis 2009.

**Im Gefolge der Lockerung der Kreditrichtlinien kehrte sich die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den USA gegen Ende 2011 wieder ins Positive.** Die Bankkreditvergabe an US-Unternehmen, die vor der Krise ähnlich rasch wie im Euro-Währungsgebiet gewachsen war, ging während und im Gefolge der Rezession von 2009 stark zurück und sank auf einen Tiefstand. Seither befindet sich ihre Jahresänderungsrate

**Abbildung E Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

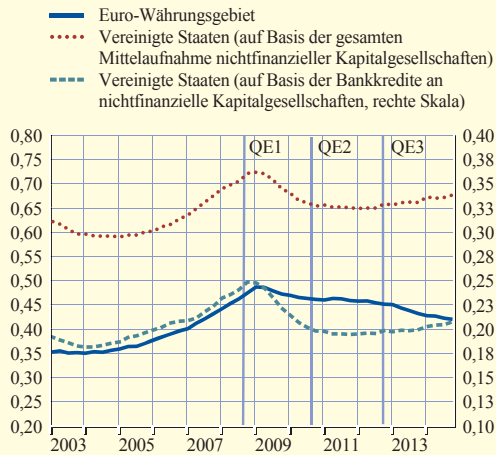
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: EZB (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte MFI-Kredite) und Federal Reserve (US-Finanzierungsrechnungen). Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014. Die vertikalen Linien markieren den Anfang des ersten Quartals der jeweiligen QE-Programmphase

**Abbildung F Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Relation zum BIP**

(Quotient; Quartalswerte)



Quellen: EZB (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte MFI-Kredite), Federal Reserve (US-Finanzierungsrechnungen), OECD und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014. Die vertikalen Linien markieren den Anfang des ersten Quartals der jeweiligen QE-Programmphase.

jedoch auf Erholungskurs und hat sich stetig verbessert. In der zweiten Jahreshälfte 2011 wurde sie positiv, und im Dezember 2014 erreichte sie einen Wert von 7,7 %. Betrachtet man die Mittelaufnahme nichtfinanzieller US-Unternehmen insgesamt, so zeigt sich ein ähnliches Entwicklungsmuster, wenngleich die Schwankungsbreite geringer ausfällt (siehe Abbildung E). Die positive Entwicklung bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften spiegelt mit einer gewissen Verzögerung die weniger restriktive Kreditrichtlinien der Banken wider. Im Euro-Währungsgebiet durchschreitet die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ihre Talsohle Anfang 2014, und die Jahreswachstumsrate nähert sich – im Einklang mit der von den Banken des Euroraums gemeldeten Lockerung der Kreditstandards – der Nullmarke.

**Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den USA nimmt seit Ende 2013 rascher zu als das nominale BIP.** Unter sämtlichen beobachteten Variablen stellte sich die Wiederbelebung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle US-Unternehmen (sowohl gemessen an der Bankkreditvergabe als auch an der gesamten Mittelaufnahme) und insbesondere die Rückkehr zu positiven Wachstumsraten nach Beginn des QE-Programms mit der längsten Verzögerung ein. Ursächlich hierfür dürften nicht nur zyklische Muster, sondern auch die Entwicklung der Bankenkrise gewesen sein. An Dynamik gewann die Kreditgewährung im Anschluss an das zweite QE-Programm. Hierfür ausschlaggebend waren wohl nicht allein die Erholung der Nachfrage und bessere Bankbilanzen, sondern auch die aus den Ankaufprogrammen der US-Notenbank resultierenden geringeren Refinanzierungskosten der Banken. Die Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den Vereinigten Staaten expandieren seit 2012 in raschem Tempo, und ihr Wachstum hat schließlich, wie im Fall der weit gefassten Geldmenge, das des nominalen BIP übertroffen (siehe Abbildung F). Im Euroraum setzte bei den MFI-Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den letzten Quartalen allmählich eine Erholung ein, doch die Zuwachsrate ist seit 2009 durchweg hinter dem Wachstum des nominalen BIP zurückgeblieben.



## AUFSATZ

# GRÜNDE FÜR DIE SCHWÄCHE DES WELTHANDELS

Das globale jährliche Importwachstum blieb in den vergangenen drei Jahren unter seinem vor der Krise verzeichneten langfristigen Durchschnitt. Damit ist dies die zweitlängste Periode schwacher Wachstumsdynamik seit mehr als 40 Jahren. Das Wachstum des internationalen Handels war nicht nur in absoluter Rechnung verhalten, sondern hat sich auch im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung zögerlich entwickelt. Während der Handel in den 25 Jahren vor 2007 fast doppelt so schnell expandierte wie das globale BIP, liegt seine Zuwachsrate seit dem zweiten Halbjahr 2011 im Schnitt unter der des globalen BIP.

Zurückzuführen ist dies sowohl auf konjunkturelle als auch auf strukturelle Faktoren. Eine schwache Nachfrage und die Nachfragestruktur des globalen BIP sind wichtige Bestimmungsgrößen für den Welthandel. Modellbasierter Evidenz zufolge lässt sich sein geringeres Wachstum zum großen Teil durch die geringere Expansion des weltweiten BIP erklären. Strukturelle Faktoren scheinen auch eine Rolle zu spielen; so dürfte die potenzielle Wachstumsverlangsamung der globalen Wertschöpfungsketten einen anhaltend dämpfenden Einfluss ausüben.

Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass der konjunkturelle Gegenwind, dem der Handel zurzeit ausgesetzt ist, teilweise nachlässt. Die Weltwirtschaft dürfte ihren allmählichen Erholungskurs fortsetzen und damit die Ausweitung des globalen Handels stützen. Unterdessen könnte der Einfluss struktureller Faktoren längerfristig anhalten. Es wird davon ausgegangen, dass sich das Verhältnis von Welthandels- zu BIP-Wachstum zwar verbessert, aber weiterhin unter seinem langfristigen Durchschnitt der Vorkrisenjahre bleibt.

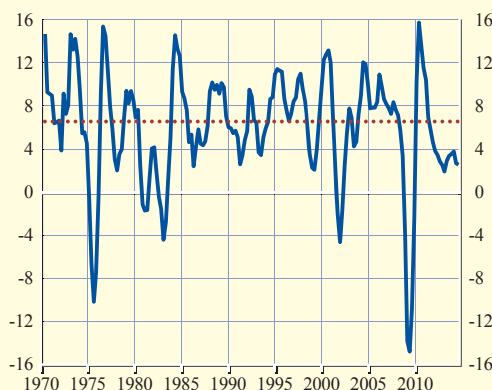
## EINLEITUNG

**In den vergangenen drei Jahren war das Welthandelwachstum außergewöhnlich schwach.** Insbesondere die jährliche Zuwachsrate der weltweiten Importe lag dreizehn Quartale in Folge unter ihrem langjährigen Mittelwert, und es gibt kaum Anzeichen dafür, dass sich die Lücke in absehbarer Zeit schließen wird. Zwar gab es auch in der Vergangenheit lange Phasen unterdurchschnittlichen Wachstums, die jetzige ist jedoch die zweitlängste Periode schwacher Handelsdynamik seit mehr als 40 Jahren (siehe Abbildung 1). Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit die Welthandelsexpansion durch konjunkturelle Faktoren vorübergehend gedämpft wird, und bis zu welchem Grad die derzeitige Schwäche zumindest teilweise auf potenziell längerfristige strukturelle Veränderungen zurückzuführen ist.

**Im vorliegenden Aufsatz werden die Entwicklungen des Welthandels in der Zeit nach der Krise beurteilt und die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für das geringe Wachstum untersucht.** Während der Großen Rezession und insbesondere im Jahr 2009 brach der internationale Handel auf Jahressicht zwar

Abbildung 1 Weltweites Importwachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: OECD, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Einfuhr von Waren und Dienstleistungen. Die gepunktete Linie zeigt den Durchschnitt der Vorkrisenjahre 1970-2007. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014.

**Tabelle 1 Welthandelwachstum in Relation zum globalen Wirtschaftswachstum**

Untersuchungszeitraum	Verhältnis <sup>1)</sup>	Handelsvariable	Wachstumsvariable
Q1 1981–Q4 2007	1,9	Importe von Waren und Dienstleistungen	BIP <sup>2)</sup>
Q3 2011–Q3 2014	0,9		
Q1 1981–Q4 2007	2,1	Importe von Waren und Dienstleistungen	BIP <sup>3)</sup>
Q3 2011–Q3 2014	1,1		
1951–2007	1,6	Warenexporte	Warenproduktion
1981–2007	1,9		
2011–2013	1,4		
1951–2007	1,6	Exporte des verarbeitenden Gewerbes	Produktion des verarbeitenden Gewerbes
1981–2007	2,1		
2011–2013	1,5		

Quellen: Welthandelsorganisation, nationale Statistiken, Haver, IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung:

1) Importe und BIP: Quartalswerte; Exporte und Produktion: Jahreswerte.

2) Zu Kaufkraftparitäten.

3) Zu Marktwechselkursen.

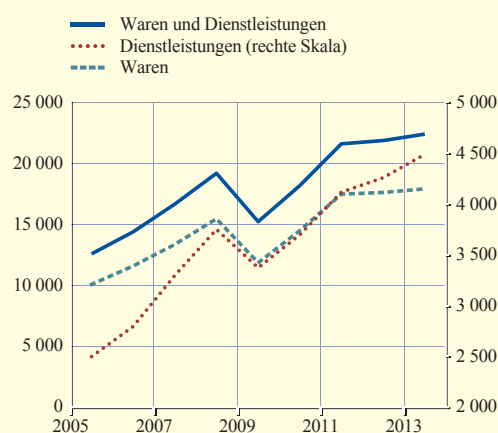
deutlich ein, erholte sich in der Folge aber wieder und verzeichnete 2010 Zuwachsraten, die über dem langfristigen Durchschnitt lagen. Die anhaltende Schwächephase des Handels begann erst im dritten Quartal 2011, als sich das Wachstum der weltweiten Importe drastisch verlangsamte und auf ein Niveau unterhalb seines langfristigen Mittelwerts fiel. Seitdem verharrt es auf einem niedrigen Stand. Im Folgenden wird daher vor allem der Zeitraum seit dem dritten Quartal 2011 beleuchtet.

### Der Welthandel entwickelt sich nicht nur mit Blick auf sein Wachstum, sondern auch im Vergleich zur globalen Konjunktur verhalten.

Ab den 1980er-Jahren wiesen die weltweiten Importe beinahe doppelt so hohe Zuwachsraten auf wie das globale BIP. Mit dem dritten Quartal 2011 jedoch sank das Verhältnis aus globalem Importwachstum und Anstieg des BIP auf etwa eins. Die Relation des durchschnittlichen Handelwachstums zum durchschnittlichen Wirtschaftswachstum wird als Bruttoeinkommenselastizität des Handels bezeichnet.<sup>1</sup> Der spürbare Rückgang der Elastizität in den Jahren nach 2011 hat auch Bestand, wenn unterschiedliche Aggregationsmethoden angewandt und unterschiedliche Sektoreinteilungen zugrunde gelegt werden (siehe Tabelle 1).<sup>2</sup> Die Handelsschwäche ist in erster Linie auf niedrigere Zuwächse beim Warenhandel zurückzuführen, während der Dienstleistungsverkehr weitgehend stabil blieb (siehe Abbildung 2). Bei Betrachtung der Elastizität in den Vorkrisenjahren ab 1951 erscheint die Abnahme geringer, wodurch zum Ausdruck kommt, dass die Handelsselastizität im Zeitablauf möglicherweise nicht invariant ist.<sup>3</sup>

**Abbildung 2 Weltweite Waren- und Dienstleistungsimporte**

(im Mrd. laufenden USD; Jahreswerte)



Quelle: Weltbank.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2013.

1 Siehe beispielsweise US International Trade Commission, The dynamic effects of trade liberalization: an empirical analysis, USITC-Veröffentlichung Nr. 3069, Washington, D.C., Oktober 2007.

2 Die Quantifizierung der Elastizität anhand der Periode von 2011 bis 2014 hat lediglich indikativen Charakter, da der Untersuchungszeitraum relativ kurz ist.

3 Siehe EZB, Die Elastizität des Welthandels – Was hat sich verändert?, Kasten 1, Monatsbericht Juli 2014.

**Im vorliegenden Aufsatz werden die Ursachen für die Schwäche des Welthandelwachstums und den Rückgang der Einkommenselastizität des Welthandels untersucht.** Abschnitt 1 analysiert die Gründe nach ihrer geografischen Herkunft und die Bedeutung der innereuropäischen Handelsdynamik für die globalen Aggregate. In Abschnitt 2 finden sich empirische Belege, die zeigen, welche Rolle konjunkturelle Faktoren beim Rückgang der Handelsexpansion spielen. Der potenzielle Einfluss struktureller Faktoren wird in Abschnitt 3 erläutert. Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung und legt die Aussichten für den Welthandel dar.

I REGIONALE PERSPEKTIVE

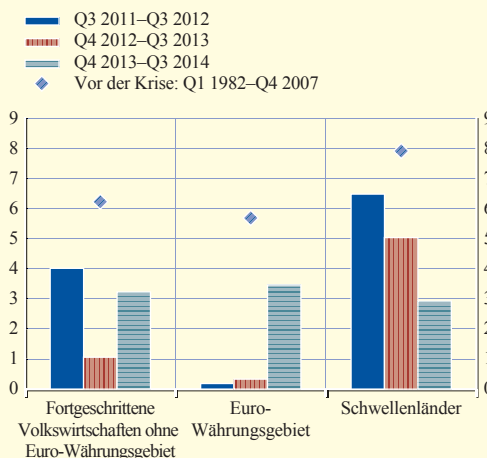
**Die jüngste Abkühlung des Welthandels erfolgte auf breiter Basis.** Die Erholung, die nach der Krise eingesetzt hatte, kam 2011 zum Erliegen, und die jährliche Wachstumsrate der weltweiten Einfuhren fiel auf ein Niveau unterhalb ihres vor der Krise verzeichneten Durchschnitts. Insgesamt hat sich das Wachstum des internationalen Handels im Zeitraum von 2011 bis 2014 verglichen mit der Vorkrisensituation nahezu halbiert, wenngleich in den einzelnen Ländern eine sehr unterschiedliche Dynamik zu beobachten war. In den Jahren 2011 bis 2013 verzeichneten die fortgeschrittenen Volkswirtschaften ein geringeres Wachstum als die Schwellenländer. Seit 2013 hat der Handel jedoch in den Schwellenländern nachgelassen und in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften teilweise wieder angezogen (siehe Abbildung 3).

**Die Handelsschwäche in den Industrieländern wurde zum Großteil durch die Situation im Euro-Währungsgebiet bestimmt.** Dort verringerte sich das jährliche Wachstum der Einfuhren im Schlussquartal 2011 erheblich und blieb bis 2013 außergewöhnlich niedrig. In anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zeigte sich die Ausweitung des Handels robuster und profitierte dabei vom stabilen Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten sowie von steigenden Importen in Japan im Gefolge der Naturkatastrophe vom Frühjahr 2011. Nach einer Schwächephase Ende 2012 erholte sich der Handel in den Industrienationen gegen Jahresende 2013 wieder, da die Konjunktur sowohl im Euroraum als auch in den USA an Schwung gewann.

**In den Schwellenländern war die Handelsabkühlung vor allem durch die Entwicklung in China bedingt.** Gegenüber den durchschnittlichen Wachstumsraten vor der Krise sank das jährliche Wachstum der Einfuhren nach China in der Zeit vom dritten Quartal 2011 bis zum dritten Jahresviertel 2014 im Schnitt um mehr als die Hälfte auf rund 7 %. In jüngerer Zeit hat eine Reihe idiosynkratischer Schocks in einigen Schwellenländern zu weiteren Einbußen beim Handelwachstum geführt. So war etwa in Argentinien die Konjunkturlage seit Ende 2013 bereits sehr schwierig, und das Wachstum wurde durch den Zahlungsausfall des Landes im Juli 2014 sogar noch weiter geschwächt. Brasilien geriet infolge der geringen

Abbildung 3 Importwachstum aufgeschlüsselt nach Regionen

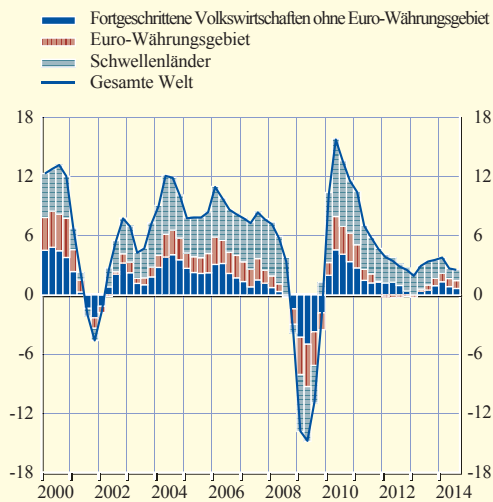
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: nationale Statistiken, Haver, IWF, OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Einfuhr von Waren und Dienstleistungen. Das Importwachstum in den Schwellenländern für die Zeit vor 1995 wurde auf Basis des weltweiten Importwachstums ohne OECD-Länder näherungsweise ermittelt.

**Abbildung 4 Beiträge zum weltweiten Importwachstum**

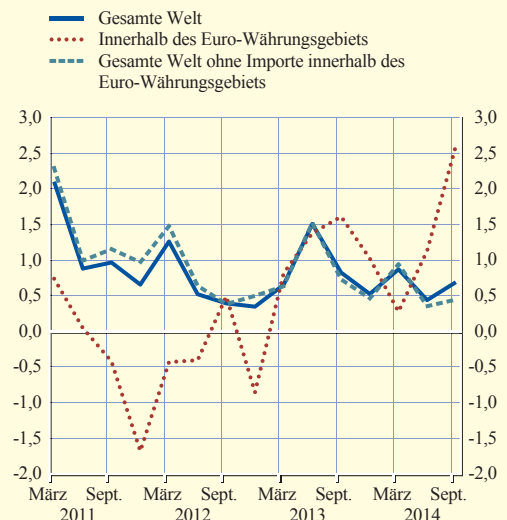
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten; Quartalswerte)



Quellen: nationale Statistiken, Haver, IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Einfuhr von Waren und Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014.

**Abbildung 5 Importwachstum**

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



Quellen: nationale Statistiken, Haver, Eurostat, IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Einfuhr von Waren und Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014.

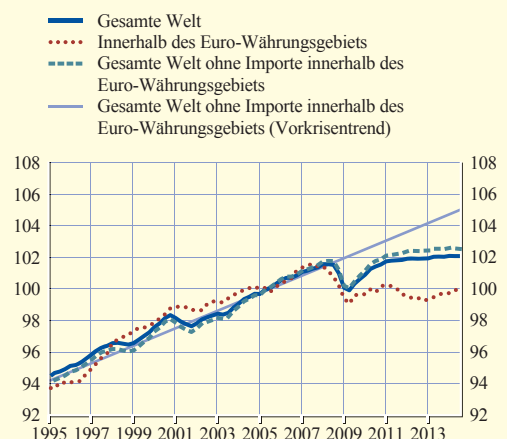
Binnennachfrage im Jahr 2014 in eine Rezession, und Russland unterliegt aufgrund des Konflikts mit der Ukraine internationalen Sanktionen und leidet zudem unter dem aktuellen Ölpreisverfall (siehe Abbildung 4).

**Der Handel im Eurogebiet erholt sich allmählich.** Die Schwäche Ende 2011 und im Jahr 2012 war teilweise auf eine geringe Zunahme der inländischen Nachfrage und vor allem auf niedrige Investitionen zurückzuführen. In dieser Zeit gab das Handelswachstum zwischen den Euro-Ländern erheblich nach und lag vom dritten Quartal 2011 bis zum dritten Quartal 2012 in vierteljährlicher Betrachtung im negativen Bereich (siehe Abbildung 5). Seit der zweiten Jahreshälfte 2013 hat sich der Handel innerhalb des Euroraums jedoch im Schnitt wieder stärker ausgeweitet als der Welthandel.

**Der schwache Handel zwischen den Euro-Ländern hatte einen negativen, aber eher begrenzten Einfluss auf das Wachstum des Welthandels.** So war die Elastizität des Welthandels ohne den Handel innerhalb des Eurogebiets seit dem dritten Quartal 2011 lediglich 0,1 Prozentpunkte höher als die Elastizität des gesamten Welthandels

**Abbildung 6 Anteil der Waren- und Dienstleistungsimporte am weltweiten realen BIP**

(logarithmierte Werte; Quartalswerte; BIP zu Marktwechsellkursen)



Quellen: OECD, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet sich anhand des Anteils des Warenhandels innerhalb des Euro-Währungsgebiets am gesamten Warenhandel des Euro-Währungsgebiets. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014. Alle Werte sind als Anteil am weltweiten BIP angegeben.

Tabelle 2 Welthandelwachstum in Relation zum Wachstum des weltweiten BIP

(Quartalswerte; BIP zu Marktwechsellkursen)

	Welthandel	Welthandel ohne Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets	Welthandel ohne Handel innerhalb der EU
Q2 1995–Q4 2007	2,2	2,3	2,3
Q3 2011–Q3 2014	1,1	1,2	1,2

Quellen: nationale Statistiken, Haver, Eurostat, IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Begriff „Handel“ bezeichnet den Durchschnitt der Ein- und Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen. Der Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet sich anhand des Anteils des Warenhandels innerhalb des Euro-Währungsgebiets am gesamten Warenhandel des Euro-Währungsgebiets. Die Anteile werden als durchschnittliche Importwachstumsrate in Relation zur durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate im entsprechenden Zeitraum berechnet.

(siehe Tabelle 2 und Abbildung 6). Dies lässt darauf schließen, dass die Handelsschwäche innerhalb des Euroraums nur für einen geringen Teil des Rückgangs der Welthandelsselastizität verantwortlich ist.<sup>4</sup> Legt man nicht nur das Eurogebiet, sondern die gesamte Europäische Union zugrunde, fallen die Ergebnisse ähnlich aus.

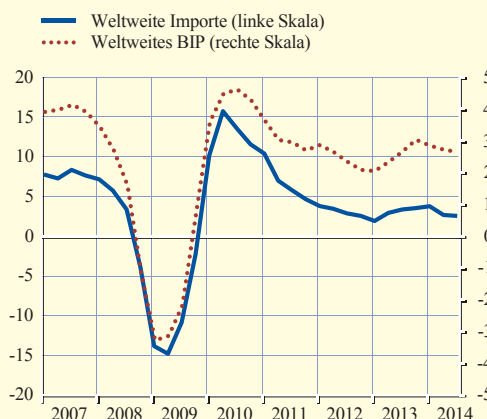
## 2 WELCHER ZUSAMMENHANG BESTEHT ZWISCHEN DEM JÜNGSTEN RÜCKGANG DES HANDELSWACHSTUMS UND DER WELTWEITEN KONJUNKTURABKÜHLUNG?

Eine deskriptive Analyse der aktuellen Daten legt den Schluss nahe, dass das rückläufige Handelswachstum maßgeblich mit der schleppenden Konjunktur zusammenhängt. Der nach der Krise verzeichnete Rückgang des weltweiten Importwachstums fiel mit einer allmählichen Wachstumsverlangsamung des globalen realen BIP zusammen (siehe Abbildung 7). Allerdings ist die Ausweitung des Handels in Relation zum Wachstum der Weltwirtschaft aus historischer Sicht nach wie vor sehr gedämpft – ein Hinweis darauf, dass die Ursache für die jüngste Verlangsamung der Handelsdynamik jenseits der konjunkturellen Entwicklung zu finden sein dürfte. Eine formellere ökonometrische Untersuchung ermöglicht es, genauer zu quantifizieren, inwieweit die Handelsschwäche mit konjunkturellen Faktoren zusammenhängt.<sup>5</sup>

Eine Analyse auf Basis eines bivariaten Bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) bestätigt, dass der jüngste Rückgang des Handelswachstums zwar in erster Linie, jedoch nicht ausschließlich, mit der schwachen Konjunktur in Verbindung steht. Die beiden im Modell herangezogenen Variablen sind zum einen das weltweite BIP

Abbildung 7 Weltweites Importwachstum und Wachstum des weltweiten BIP

(Jahreswachstumsraten; Quartalswerte; BIP zu Marktwechsellkursen)



Quellen: nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014.

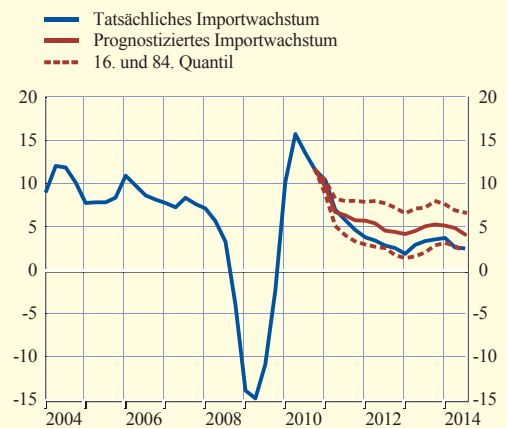
4 Diese Ergebnisse erweisen sich als robust, wenn als Definition des Handelsbegriffs statt nur der Importe der Durchschnitt aus Ausfuhren und Einfuhren zugrunde gelegt wird und wenn das BIP zu Kaufkraftparitäten betrachtet wird.  
5 Siehe C. Constantinescu, A. Mattoo und M. Ruta, The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?, Working Paper des IWF, Nr. 15/6, Januar 2015; darin finden sich quantitative Schätzungen des konjunkturellen Faktors im jüngsten Handelsrückgang.



und zum anderen die internationalen Einfuhren.<sup>6</sup> Das BVAR-Modell wird für den Vorkrisen-Beobachtungszeitraum (dieser erstreckt sich vom ersten Quartal 1981 bis zum vierten Quartal 2007) geschätzt, um den Einfluss möglicher struktureller Veränderungen der Handelselastizität, die sich nach der Krise ergeben haben könnten, auszuschließen.<sup>7</sup> Mithilfe des Modells werden anschließend in Abhängigkeit vom tatsächlichen Verlauf des globalen BIP Projektionen der internationalen Importe erstellt (durchgezogene rote Linie in Abbildung 8).<sup>8</sup> Diese kontrafaktische Entwicklung des Handels wird mit dem beobachteten Verlauf des Welthandels (durchgezogene blaue Linie) in der Zeit vom ersten Quartal 2011 bis zum dritten Jahresviertel 2014 verglichen. Fallen die Werte in den bedingten Prognosen, die auf Regelmäßigkeiten aus der Zeit vor der Krise basieren, höher aus als die tatsächlichen Werte, so könnte dies darauf hindeuten, dass Veränderungen der wirtschaftlichen Zusammenhänge zwischen dem Handel und dem weltweiten BIP sowie insbesondere Veränderungen der Handelselastizität gegenüber dem globalen BIP von Bedeutung sind, wenn es darum geht, die beobachtete Schwäche der Handelsdynamik zu erklären.

**Abbildung 8 Prognostiziertes und tatsächliches Importwachstum**

(Jahreswachstumsraten; Quartalswerte)



Quellen: nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die gestrichelten roten Linien stellen das 16. und das 84. Quantil der BVAR-Verteilung der bedingten Prognosen für die weltweiten Einfuhren dar.

Wie Abbildung 8 zeigt, bewegen sich die Projektionen der weltweiten Einfuhren in Abhängigkeit vom beobachteten BIP um 5 %; der tatsächliche Verlauf der globalen Importe liegt stets unter den Prognosen. Das lässt darauf schließen, dass Veränderungen der Handelselastizität gegenüber dem BIP in der Tat zum Teil für das zuletzt schwache Handelswachstum verantwortlich sein könnten. Allerdings unterliegen die in Abbildung 8 dargestellten Projektionen einer gewissen Prognose- und Schätzunsicherheit. Um eine umfassendere statistische Darstellung davon zu erhalten, inwieweit die beobachtete Entwicklung des Handels tatsächlich ungewöhnlich ist, zeigt die Abbildung auch das 16. und das 84. Quantil der Verteilung der bedingten Prognose (gestrichelte rote Linien).<sup>9</sup> Berücksichtigt man die Unsicherheit, mit der die Prognose behaftet ist, wird deutlich, dass die schleppende Konjunktur für die Schwäche des Welthandelswachstums in gewisser Weise eine Rolle spielt.

6 Das in diesem Aufsatz verwendete bivariate BVAR-Modell umfasst vierteljährliche Daten zum weltweiten BIP und zu den internationalen Einfuhren. Das Modell wird anhand (logarithmierter) Niveaus geschätzt, wobei fünf Lags die potenziellen langfristigen Zusammenhänge und komplexen Wechselwirkungen zwischen den beiden Variablen abbilden. Das Schätzverfahren und die Methodik, die zur relativen Gewichtung der Daten und zur Wahl der Priors angewendet wurden, werden beschrieben in: D. Giannone, M. Lenza und G. E. Primiceri, Prior selection for vector autoregressions, in: Review of Economics and Statistics, erscheint in Kürze.  
7 Anwendungen dieses Verfahrens zur Untersuchung der Stabilität wirtschaftlicher Zusammenhänge nach der Krise in den Vereinigten Staaten und im Euroraum finden sich in: J. Stock und M. Watson, Disentangling the channels of the 2007-2009 recession, in: Brookings Papers on Economic Activity, 2012, S.81-135, D. Giannone, M. Lenza und L. Reichlin, Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area, Discussion Paper des CEPR, Nr. 8944, 2012, sowie in K. Aastveit, A. Carriero, T. Clark und M. Marcellino, Have standard VARs remained stable since the crisis?, Working Paper der Federal Reserve Bank of Cleveland, Nr. 1411, September 2014.  
8 Die bedingten Prognosen wurden anhand der auf dem Kalman-Filter basierenden Methode erstellt; eine Beschreibung derselben findet sich in: M. Banbura, D. Giannone und M. Lenza, Conditional forecasts and scenario analysis with vector autoregressions for large cross-sections, in: International Journal of Forecasting, erscheint demnächst.  
9 Die Angabe des 16. und des 84. Quantils der Verteilung ist in der Bayesianischen Ökonometrie üblich. Hierbei ist zu beachten, dass das 16. und das 84. Quantil bei normalverteilten Variablen eine Standardabweichung vom Mittelwert entfernt sind, sodass diese Bandbreite praktischerweise auch einen Näherungswert für die Standardabweichung darstellt.

Der tatsächliche Verlauf des internationalen Handels ist jedoch durchweg im unteren Teil der Prognoseverteilung zu finden, was den Schluss nahelegt, dass die realwirtschaftliche Entwicklung nicht der einzige Bestimmungsfaktor für den schwachen Handel ist. Die im Kasten angeführten Belege zeigen, dass die BVAR-Schätzungen für die Zeit nach der Krise einen Rückgang der Elastizität des Welthandels gegenüber dem globalen BIP von 1,6 (Beobachtungszeitraum: erstes Quartal 1981 bis viertes Quartal 2007) auf 1,3 (Beobachtungszeitraum: erstes Quartal 1981 bis drittes Quartal 2014) implizieren.<sup>10</sup> Im folgenden Abschnitt werden mögliche Ursachen für die veränderte Handelsselastizität erörtert.

10 Die ausgewiesenen Ergebnisse basieren auf dem weltweiten BIP zu Kaufkraftparitäten. Die Modellergebnisse zeigen einen Rückgang der Welthandelsselastizität nach der Krise und erweisen sich bei Verwendung des BIP zu Marktwechsellkursen als robust.

Kasten I

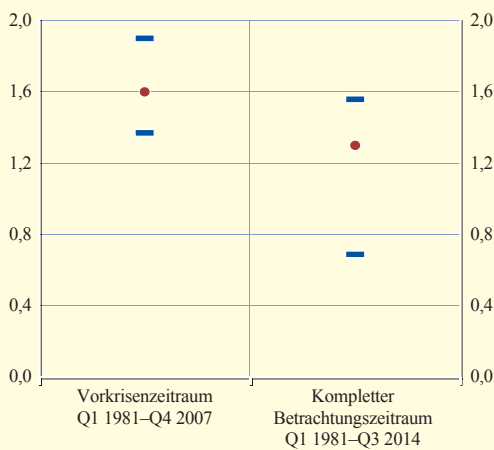
**BVAR-BASIERTE SCHÄTZUNG DER ELASTIZITÄT DES WELTHANDELS GEGENÜBER DEM WELTWEITEN BIP**

In diesem Kasten wird ein auf einem BVAR-Modell basierendes Verfahren vorgestellt, mit dem sich schätzen lässt, inwieweit der Welthandel und das globale BIP auf lange Sicht betrachtet miteinander verknüpft sind; es handelt sich also um eine Messgröße für die Elastizität des Welthandels gegenüber dem weltweiten BIP. Das BVAR-Modell wird anhand von logarithmierten Niveaus geschätzt, wobei die Schätzungen damit vereinbar sind, dass es einen potenziellen langfristigen Zusammenhang zwischen Welthandel und globalem BIP gibt.

Eine empirische Messgröße dieser möglichen Verbindung ergibt sich aus der Betrachtung der langfristigen Handelsprognosen in Relation zu den Prognosen des weltweiten BIP. Dahinter steht folgender Gedanke: Wenn das globale BIP und der internationale Handel in der weiteren Zukunft den gleichen Trends folgen, dann sollte der Quotient der jeweiligen Prognosen – nach dem Abklingen der Effekte transitorischer Schocks – die Beziehung zwischen den Trends der beiden Variablen widerspiegeln.

Die Elastizität wird für zwei unterschiedliche Beobachtungszeiträume geschätzt, damit beurteilt werden kann, ob sich die Beziehung zwischen weltweitem BIP und Welthandel im Zeitablauf verändert hat. Zur Ermittlung der langfristigen Elastizität vor der Krise wird das Modell zunächst auf den Zeitraum vom ersten Quartal 1981 bis zum vierten Quartal 2007 angewendet. Anschließend wird es auf die komplette Betrachtungsperiode angewendet, welche sich vom ersten Quartal 1981 bis zum dritten Quartal 2014 erstreckt. Dieser Zeitraum umfasst

BVAR-Schätzung der langfristigen Elastizität des Welthandels gegenüber dem weltweiten BIP



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Bei den roten Punkten handelt es sich um die Punktschätzung der Elastizität, bei den blauen Strichen um das 16. und 84. Quantil der Verteilung der Handelsselastizität basierend auf dem BVAR-Modell.

sowohl die weltweite Finanzkrise als auch die Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet und dürfte – wie bereits in den vorherigen Abschnitten erwähnt – im Vergleich zur Vorkrisenperiode eine geringere Elastizität aufweisen. Für die Analyse wird der komplette Zeitraum zugrunde gelegt und nicht nur die Jahre ab 2008, da diese Phase zu kurz ist, um zuverlässige Schätzergebnisse zu liefern. Als Prognosehorizont werden fünf Jahre gewählt (die Zugrundelegung von Horizonten von drei bzw. acht Jahren ergibt vergleichbare Resultate). In der Abbildung werden die Analyseergebnisse veranschaulicht.

**Es zeigt sich, dass die Elastizität des Welthandels gegenüber dem globalen BIP zu sinken scheint, wenn die Zeit nach der Krise miteinbezogen wird. So geht die Elastizität in der BVAR-basierten Punktschätzung von 1,6 auf 1,3 zurück.**

### 3 STRUKTURELLE BESTIMMUNGSFAKTOREN DES RÜCKLÄUFIGEN HANDELSWACHSTUMS

**Eine mögliche Erklärung für die nachlassende Handelselastizität könnte eine Verschiebung der relativen Bedeutung der BIP-Komponenten sein.** Sind in erster Linie Nachfragekomponenten mit einem höheren Importgehalt (wie etwa Investitionen) für die Verlangsamung des BIP-Wachstums verantwortlich, dann führt ein bestimmter Rückgang des BIP-Wachstums dazu, dass die Zuwachsrates des Handels stärker zurückgeht, als dies bei einer identischen Abschwächung des BIP der Fall wäre, die durch weniger handelsintensive Nachfragekomponenten (wie z. B. Staatsausgaben) bedingt ist. Daher kann eine veränderte Zusammensetzung der Nachfrage zu einer Anpassung der Handelselastizität führen.<sup>11</sup> In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist der Anteil der Investitionen am BIP in den letzten Jahren unter den Stand vor Ausbruch der Krise gefallen (siehe Abbildung 9). In den Schwellenländern sind die Ergebnisse weniger eindeutig, da der Anteil der Investitionsausgaben vor der Krise deutlich zugenommen hatte. Diese Zunahme wurde jedoch in den vergangenen Jahren in einer Vielzahl von Schwellenländern – allerdings nicht in China – teilweise wieder zunichte gemacht.

**Die Entwicklung globaler Wertschöpfungsketten dürfte ebenfalls eine Rolle gespielt haben.** Globale Wertschöpfungsketten haben den Welthandel in den vergangenen 20 Jahren gefördert. Zum einen dürfte die weltweite

Abbildung 9 Anteil der Investitionen am BIP



Quellen: nationale Statistiken, Haver und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Angaben in nominaler Rechnung. Die Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften umfasst die Vereinigten Staaten, Japan, das Vereinigte Königreich, Kanada, Australien, Neuseeland, das Euro-Währungsgebiet, die Schweiz, Norwegen, Dänemark und Schweden. Zur Gruppe der Schwellenländer zählen Polen, Ungarn, die Tschechische Republik, Rumänien, Russland, Indien, Südkorea, Indonesien, Taiwan, Thailand, Hongkong, Malaysia, Brasilien, Mexiko, die Türkei und Südafrika. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014. Aufgrund der Datenverfügbarkeit wird lediglich der Zeitraum ab dem Jahr 2000 berücksichtigt, um die Vollständigkeit der Länderaggregate zu gewährleisten.

<sup>11</sup> Siehe M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri und N. Yamano, Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Nr. 5(3), 2013, S. 118-151, sowie R. Anderton und T. Tewolde, The global financial crisis: trying to understand the global trade downturn and recovery, Working Paper Series der EZB, Nr. 1370, August 2011. Beide Arbeiten legen den Schluss nahe, dass Veränderungen der Investitionen und Exporte einen größeren Einfluss auf das Importwachstum haben als Schwankungen anderer BIP-Komponenten.

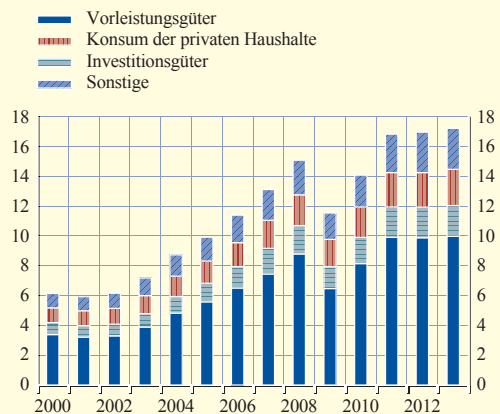
Fragmentierung der Produktionsketten Produktivität und Skaleneffekte gesteigert und damit positive Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung der teilnehmenden Länder gehabt haben. Darüber hinaus wurde die Elastizität des Welthandels vor Beginn der Krise durch die Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten gestärkt. Grund hierfür sind unterschiedliche Messgrößen, da der Handel auf Bruttobasis und das BIP anhand der Wertschöpfung gemessen werden. Die für den Handel verwendete Bruttobemessung führt zu einer „Doppelerfassung“ der Vorleistungen, welche beim Wertschöpfungsansatz nicht berücksichtigt werden.<sup>12</sup> Die Differenz zwischen den Messgrößen auf Brutto- und auf Wertschöpfungsbasis sollte dem Niveau der ausgelagerten Vorleistungen bezogen auf den Welthandel insgesamt entsprechen und kann somit auch als grobes Maß für die Expansion globaler Wertschöpfungsketten herangezogen werden.<sup>13</sup>

**Daten aus der World Input-Output Database (WIOD) zeigen, dass sich die Lücke zwischen den Messgrößen des Handels auf Brutto- und auf Wertschöpfungsbasis von rund 33 % im Jahr 1995 auf 51 % im Jahr 2008 vergrößert hat.** Vergleicht man das Verhältnis von Handel zu BIP anhand der impliziten Messgrößen auf Brutto- und auf Wertschöpfungsbasis, so kommt man zu dem Schluss, dass die Zunahme der globalen Wertschöpfungsketten die Elastizität des Welthandels in diesem Zeitraum um 0,2 Prozentpunkte anheb. Aus den WIOD-Daten geht jedoch auch hervor, dass das Niveau der ausgelagerten Vorleistungen im Vergleich zum Gesamtwelthandel 2009 einbrach und anschließend weitgehend unverändert blieb, was darauf hindeutet, dass das Wachstum der globalen Wertschöpfungsketten nach der Krise stagnierte. Außerdem legt die jüngste anekdotische Evidenz nahe, dass Unternehmen im Gefolge des Erdbebens in Japan im Jahr 2011 versuchten, die Risiken, die sich aus der Komplexität und Länge der Produktionsketten ergeben, zu minimieren.<sup>14</sup>

**Überdies geht aus neueren Daten zum Warenverkehr nach Endverbrauch hervor, dass die Expansion der Importe von Vorleistungsgütern hauptverantwortlich für den Anstieg des Handels in der Zeit vor der Krise war.** Diese Entwicklung kam allerdings 2012 und 2013 zum Erliegen (siehe Abbildung 10).<sup>15</sup> Da die Zunahme des Handels mit Vorleistungsgütern in engem Zusammenhang mit einer stärkeren vertikalen Spezialisierung stehen kann, lässt die jüngste Abflachung darauf schließen, dass

Abbildung 10 Weltweite Warenimporte nach Endverbrauch

(in Billionen laufenden USD)



Quellen: STAN-Datenbank der OECD und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Angaben umfassen 105 Länder, was auf Basis der Daten aus dem World Economic Outlook des IWF im Jahr 2013 rund 92 % der gesamten weltweiten Einfuhren entspricht. Die Kategorie „Sonstige“ umfasst unterschiedliche Endverbrauchs-kategorien und verschiedene Waren.

12 Siehe beispielsweise A. Nagengast und R. Stehrer, Collateral imbalances in intra-European trade? Accounting for the differences between gross and value added trade balances, Working Paper Series der EZB, Nr. 1695, Juli 2014. Weitere ähnliche Arbeiten stammen vom Competitiveness Research Network (CompNet) sowie von R. Koopman, W. Powers, Z. Wang und S.-J. Wei, Give credit where credit is due: tracing value added in global production chains, Working Paper des NBER, Nr. 16426, September 2010.

13 Indes unterliegt der auf Basis der Wertschöpfung gemessene Welthandel (World Input-Output Database) einer Reihe von wichtigen Vorbehalten; hierzu zählen auch die Annahmen, die bei der Zuordnung der nationalen Input-Output-Tabellen zu den weltweiten Tabellen gemacht werden.

14 Siehe beispielsweise OECD, Global value chains: Managing the risks, in: Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains, OECD Publishing, 2013.

15 Die Daten stammen aus der OECD-Datenbank „STAN Bilateral Trade Database by Industry and End-use category“, die unter anderem bilaterale Daten zum nominalen Warenhandel aufgeschlüsselt nach Vorleistungs- und Konsumgütern enthält.

sich das Wachstum der globalen Wertschöpfungsketten verlangsamen könnte, was zur aktuellen Verringerung der Elastizität im Welthandel beitragen dürfte.

**Auch der Handelsprotektionismus könnte in den vergangenen Nachkrisenjahren eine kleine, aber nicht zu vernachlässigende Rolle beim Rückgang der Welthandelselastizität gespielt haben.** In den Jahren 2008 bis 2009 war der Protektionismus als Reaktion auf den Zusammenbruch des internationalen Handels im Gegensatz zu früheren Krisenepisoden begrenzt.<sup>16</sup> Grund hierfür könnten eine im Verhältnis zur Vergangenheit stärkere Handelsverflechtung der Weltwirtschaft sowie höher entwickelte globale Wertschöpfungsketten gewesen sein, wodurch ein Umfeld geschaffen wurde, in dem die Errichtung von Handelshemmnissen deutlich negativere Auswirkungen auf das Land hat, welches diese einführt. Dennoch deuten aktuelle Daten und Berichte auf eine gewisse Zunahme des Handelsprotektionismus in den letzten fünf Jahren hin.<sup>17</sup> Neben den von der Welthandelsorganisation veröffentlichten traditionellen handelspolitischen Maßnahmen (wie etwa Zölle und Handelsschutzmaßnahmen) existieren auch sogenannte „verdeckte“ Maßnahmen. Diese verstoßen zwar nicht gegen internationale Vereinbarungen, verfügen aber über das Potenzial, die wirtschaftlichen Interessen anderer Länder zu schädigen (z. B. in Form von Stützungsmaßnahmen oder der Verletzung von Gesundheits- und Sicherheitsbestimmungen). Die Initiative Global Trade Alert<sup>18</sup> weist darauf hin, dass sich die Zahl verdeckter Maßnahmen, die 2012 und 2013 eingeführt wurden, gegenüber dem Zeitraum von 2009 bis 2011 erhöht hat. Wengleich verschiedene Datenquellen derzeit auf eine Zunahme des Handelsprotektionismus hindeuten, decken die verfügbaren Daten zumeist nur den Zeitraum nach der Krise ab und können somit nicht verwendet werden, um Unterschiede bei der Elastizität des Welthandels vor und nach der Krise zu beurteilen. Aktuelle Untersuchungen zum Thema Handelsprotektionismus zeigen, dass die antizyklische Beziehung zwischen Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit und Handelsprotektionismus während der jüngsten Krise zwar nicht zerstört worden ist, aber sich aufgrund einmaliger Faktoren abgeschwächt haben könnte; dies impliziert das Risiko, dass der Handelsprotektionismus zunehmen könnte, wenn der Handel verhalten bleibt.<sup>19</sup>

**Schließlich scheint die Entwicklung des Angebots an Handelsfinanzierungen, welches unter anderem für das beeinträchtigte Welthandelwachstum während der Großen Rezession verantwortlich war, seit 2011 von keiner nennenswerten Bedeutung mehr für die nachlassende Handelselastizität gewesen zu sein.** Eine aktuelle Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich<sup>20</sup> kam zu dem Ergebnis, dass die mangelnde Handelsfinanzierung über Banken während des Einbruchs des Welthandels für bis zu ein Fünftel dieses Rückgangs verantwortlich war. In jüngerer Zeit scheinen Handelsfinanzierungen aber keinen wesentlichen Einfluss mehr gehabt zu haben.

16 Siehe C. Bown (Hrsg.), *The Great Recession and import protection*, CEPR und Weltbank, London, 2011, Kap. 1, S. 1-51, sowie Welthandelsorganisation, *Overview of developments in the international trading environment*, Jahresbericht, November 2014.

17 Siehe beispielsweise Welthandelsorganisation, *Report on G-20 trade measures*, November 2014, und Europäische Kommission, *11th Report on potentially trade-restrictive measures*, Juni 2014.

18 Der Global Trade Alert ist eine unabhängige Datenquelle zu handelspolitischen Maßnahmen – und zwar sowohl traditionellen als auch „verdeckten“.

19 Siehe beispielsweise G. Georgiadis und J. Gräßl, *Growth, real exchange rates and trade protectionism since the financial crisis*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1618, November 2013.

20 Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Trade finance: developments and issues*, Committee on the Global Financial System Paper, Nr. 50, 2014.

#### 4 AUSSICHTEN FÜR DEN HANDEL

**Was die Zukunft betrifft, so dürfte der konjunkturelle Gegenwind, dem der Welthandel derzeit ausgesetzt ist, vermutlich nachlassen.** Die erwartete Erholung der Wirtschaftstätigkeit wird auch das Welthandelwachstum stützen. Steigt der Anteil der Investitionen am globalen BIP, so dürfte sich vermutlich auch die rückläufige Zuwachsrate des Handels im Verhältnis zum BIP teilweise wieder umkehren. Trotz einer Erholung gegenüber dem derzeit niedrigen Stand wird aber erwartet, dass die Handelselastizität in den nächsten Jahren unter ihrem Vorkrisenniveau verharren wird. Darin spiegelt sich die Annahme wider, dass einige strukturelle Faktoren, wie etwa die geringeren Expansionsraten globaler Wertschöpfungsketten, mittelfristig fortbestehen werden.



## INHALTSVERZEICHNIS

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

## ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN

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

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

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

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

Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:

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

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

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

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

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

## ABKÜRZUNGEN UND ZEICHEN

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

## REDAKTIONSSCHLUSS

Redaktionsschluss für die im Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten ist im Allgemeinen der Tag vor der regulären geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats. Für die vorliegende Ausgabe war dies der 14. April 2015.

# I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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



## 2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

### 2.1 Geldmarktsätze

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

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
Q3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Q4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Q1	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
2014 Okt.	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Nov.	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
Dez.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Jan.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Febr.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
März	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81

### 2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbraucher-nahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2014 Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
Q3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
Q4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2015 Q1	351,8	3 442,0	730,7	253,9	619,6	304,1	186,1	496,1	362,5	286,1	370,1	773,4	2 063,8	18 226,2
2014 Okt.	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
Nov.	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0
Dez.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015 Jan.	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
Febr.	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2
März	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6

Quelle: EZB.

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

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

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

		Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite		Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- men- gesetzter Indikator der Kredi- tfinan- zierungs- kosten		
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>		Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	
				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre						Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren			Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jah- ren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2014	März	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
	April	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
	Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
	Juni	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Juli	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Sept.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Okt.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Dez.	0,22	0,86	0,96	1,59	7,08	17,02	5,07	6,14	6,45	2,73	2,42	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015	Jan.	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,28	6,30	6,63	2,79	2,31	2,54	2,43	2,42	2,70	2,40
	Febr. <sup>6)</sup>	0,20	0,82	0,99	1,54	7,06	17,00	5,24	6,23	6,64	2,80	2,09	2,47	2,33	2,50	2,59	2,38

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

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kreditfinan- zierungskosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014	März	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
	April	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Juni	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Juli	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,78	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,65	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Sept.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Nov.	0,25	0,44	1,29	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Dez.	0,24	0,44	1,29	3,44	3,68	3,74	3,27	2,35	2,78	2,47	1,74	2,18	2,09	2,43
2015	Jan.	0,23	0,44	1,28	3,43	3,75	3,83	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,03	2,12	2,42
	Febr. <sup>6)</sup>	0,22	0,36	1,11	3,37	3,56	3,71	3,12	2,24	2,67	2,38	1,51	1,98	2,14	2,34

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

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

		Umlauf						Bruttoabsatz <sup>5)</sup>							
		Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
				Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2012		1 417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013		1 239	468	123	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21
2014		1 249	482	120	.	58	538	50	402	211	34	.	39	93	25
2014	Sept.	1 336	504	136	.	70	577	49	332	153	28	.	31	95	25
	Okt.	1 308	496	136	.	73	564	41	331	139	29	.	37	102	25
	Nov.	1 297	489	136	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
	Dez.	1 249	482	120	.	58	538	50	320	168	24	.	28	66	34
2015	Jan.	1 312	524	126	.	66	543	54	363	167	30	.	35	94	37
	Febr.	1 322	533	130	.	70	534	56	335	146	36	.	31	83	39
<b>Langfristig</b>															
2012		15 234	4 824	3 185	.	841	5 758	626	256	99	45	.	16	84	122
2013		15 154	4 416	3 122	.	920	6 069	627	223	71	39	.	16	89	9
2014		15 187	4 046	3 215	.	996	6 286	643	219	65	42	.	16	85	10
2014	Sept.	15 196	4 164	3 154	.	980	6 246	651	218	59	43	.	13	90	13
	Okt.	15 163	4 077	3 189	.	980	6 268	650	210	45	40	.	15	102	8
	Nov.	15 199	4 059	3 192	.	985	6 314	649	197	59	44	.	14	73	6
	Dez.	15 187	4 046	3 215	.	996	6 286	643	130	42	37	.	11	29	10
2014	Jan.	15 288	4 062	3 261	.	1 006	6 316	642	261	80	48	.	8	113	13
	Febr.	15 327	4 040	3 270	.	1 017	6 354	646	204	63	21	.	18	83	17

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- Einschließlich privater Kreditationen ohne Erwerbzweck.
- Beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.
- Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.
- Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den monatlichen Durchschnitt im Jahresverlauf.
- Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften.

## 2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen						Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2012	16 651,5	5 397,5	3 331,8	.	915,6	6 316,1	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,6
2013	16 392,4	4 883,4	3 244,6	.	986,8	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014	16 435,2	4 528,4	3 335,4	.	1 054,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,7	4 570,3
2014 Sept.	16 532,0	4 667,5	3 290,8	.	1 050,3	6 823,2	700,2	5 932,6	650,8	789,6	4 492,1
2014 Okt.	16 471,5	4 572,4	3 324,6	.	1 052,8	6 831,2	690,5	5 764,8	611,6	764,4	4 388,9
2014 Nov.	16 495,5	4 548,0	3 328,3	.	1 054,2	6 871,3	693,8	6 042,0	628,4	797,9	4 615,7
2014 Dez.	16 435,2	4 528,4	3 335,4	.	1 054,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,7	4 570,3
2015 Jan.	16 599,9	4 585,9	3 387,5	.	1 071,8	6 859,1	695,5	6 422,8	573,0	835,9	5 014,0
2015 Febr.	16 648,5	4 572,6	3 399,6	.	1 086,9	6 888,0	701,4	6 855,5	650,5	899,5	5 305,6
<b>Wachstumsraten</b>											
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,8	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,6	-8,2	0,8	.	5,5	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 Sept.	-0,4	-6,9	-0,5	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
2014 Okt.	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
2014 Nov.	-1,0	-8,5	0,2	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
2014 Dez.	-0,6	-8,2	0,8	.	5,5	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Jan.	-0,6	-8,3	1,3	.	3,6	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
2015 Febr.	-0,9	-8,1	1,2	.	5,0	2,3	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7

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

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal	Real VPI	Real EPI	Real BIP-Deflator	Real LSK/VG <sup>3)</sup>	Real LSK/GW	Nominal	Real VPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,5	99,2	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,6	93,0	99,5	96,4	114,8	97,0
2014 Q2	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	98,0	116,2	98,2
2014 Q3	101,7	98,2	96,0	92,3	98,5	95,7	113,8	95,9
2014 Q4	99,6	96,1	94,3	90,5	96,6	93,8	112,6	94,5
2015 Q1	93,7	90,4	88,9	.	.	.	106,9	89,3
2014 Okt.	99,6	96,1	94,2	-	-	-	112,0	94,2
2014 Nov.	99,6	96,1	94,3	-	-	-	112,3	94,3
2014 Dez.	99,7	96,0	94,4	-	-	-	113,4	94,9
2015 Jan.	95,9	92,3	91,2	-	-	-	109,3	91,2
2015 Febr.	94,0	90,7	89,1	-	-	-	107,4	89,7
2015 März	91,4	88,2	86,4	-	-	-	104,2	87,0
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2015 März	-2,9	-2,8	-3,0	-	-	-	-2,9	-3,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2015 März	-12,8	-13,2	-12,5	-	-	-	-11,4	-12,9

Quelle: EZB.

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

## 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi Yuan	Kroatische Kuna	Tschechische Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japanischer Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumänischer Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 Q2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 Q1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2014 Okt.	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
Nov.	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
Dez.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Jan.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Febr.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
März	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
	Veränderung gegen Vormonat in %											
2015 März	-4,7	-0,8	-0,8	0,1	-1,1	-3,2	-1,2	-2,3	0,0	-2,6	-0,1	-4,5
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2015 März	-20,8	-0,1	-0,1	-0,1	-2,6	-7,8	-1,7	-13,0	-1,3	4,3	-12,9	-21,6

## 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		Finanzderivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungsreserven	Nachrichtlich: Bruttoauslandsverschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7		9	10		
	Bestände (Auslandsvermögensstatus)											
2014 Q1	18 138,2	19 559,2	-1 421,0	7 453,0	5 605,5	5 671,2	9 279,2	-56,3	4 573,8	4 674,4	496,6	11 536,3
Q2	18 624,8	19 903,1	-1 278,3	7 503,2	5 599,4	5 958,7	9 632,0	-50,6	4 706,9	4 671,7	506,6	11 685,4
Q3	19 346,1	20 670,5	-1 324,5	7 723,5	5 856,6	6 337,2	9 967,7	-74,6	4 840,6	4 846,2	519,3	12 062,9
Q4	19 541,6	20 827,2	-1 285,6	7 541,6	5 844,7	6 521,7	10 127,9	-38,8	4 983,0	4 854,6	534,1	12 093,1
	Bestände in % des BIP											
2014 Q4	193,3	206,0	-12,7	74,6	57,8	64,5	100,2	-0,4	49,3	48,0	5,3	119,6
	Transaktionen											
2014 Q1	322,9	278,2	44,7	12,4	9,8	71,8	121,3	4,9	231,3	147,0	2,5	-
Q2	215,2	125,4	89,9	-4,0	0,4	160,7	190,2	16,9	41,2	-65,2	0,4	-
Q3	192,8	111,5	81,3	65,4	42,9	114,8	22,6	18,5	-4,5	46,0	-1,3	-
Q4	52,4	-14,4	66,8	67,2	62,2	78,7	-4,9	9,0	-104,4	-71,7	1,9	-
2014 Aug.	35,1	30,0	5,2	16,3	17,9	28,7	19,5	3,9	-15,1	-7,4	1,3	-
Sept.	61,6	12,3	49,3	29,1	10,9	64,1	8,0	10,1	-39,8	-6,6	-1,9	-
Okt.	7,2	-27,4	34,6	27,2	26,0	6,6	-37,8	6,2	-32,9	-15,6	0,1	-
Nov.	172,6	98,0	74,6	53,6	22,6	49,0	32,9	0,7	68,5	42,5	0,8	-
Dez.	-127,3	-85,0	-42,3	-13,5	13,6	23,1	-0,1	2,1	-140,0	-98,6	1,0	-
2015 Jan.	249,7	270,1	-20,3	12,4	7,7	14,0	43,5	5,4	218,0	218,9	-0,1	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen											
2015 Jan.	833,1	542,7	290,4	112,5	72,5	430,8	323,5	54,7	234,4	146,7	0,8	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP											
2015 Jan.	8,2	5,4	2,9	1,1	0,7	4,3	3,2	0,5	2,3	1,5	0,0	-

Quelle: EZB.

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

# 3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

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

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

		Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
		Inländische Verwendung							Außenbeitrag				
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorratsveränderungen	Zusammen	Exporte	Importe		
					Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>													
2012		9 845,6	9 582,9	5 542,1	2 065,5	1 980,9	1 036,6	581,5	358,1	-5,6	262,7	4 281,0	4 018,3
2013		9 930,6	9 589,0	5 565,3	2 097,1	1 940,4	1 006,3	569,0	360,2	-13,9	341,6	4 357,6	4 016,0
2014		10 110,9	9 721,4	5 650,5	2 129,0	1 968,3	1 010,0	584,5	368,6	-26,4	389,4	4 486,1	4 096,6
2014	Q1	2 516,3	2 425,6	1 404,3	529,0	493,5	255,7	145,2	91,3	-1,2	90,6	1 102,5	1 011,9
	Q2	2 521,9	2 427,2	1 409,2	529,9	490,6	251,5	145,9	91,9	-2,6	94,7	1 116,5	1 021,8
	Q3	2 533,2	2 436,0	1 416,7	534,2	492,2	251,2	147,1	92,6	-7,1	97,2	1 133,9	1 036,7
	Q4	2 545,8	2 437,1	1 423,0	534,0	495,4	253,5	147,8	92,9	-15,3	108,7	1 141,5	1 032,7
<b>In % des BIP</b>													
2012		100,0	97,3	56,3	21,0	20,1	10,5	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013		100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,1	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
2014		100,0	96,1	55,9	21,1	19,5	10,0	5,8	3,6	-0,3	3,9	-	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</b>													
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>													
2014	Q1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,8	-0,2	0,5	-	-	0,4	0,5
	Q2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,3	-	-	1,3	1,3
	Q3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,6	0,7	0,5	-	-	1,5	1,7
	Q4	0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	0,8	0,0	-0,1	-	-	0,8	0,4
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>													
2014	Q1	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-	-
	Q2	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
	Q3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
	Q4	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-

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

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

		Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)										Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	
		Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen		Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>													
2012		8 863,7	152,2	1 726,7	474,0	1 681,4	410,7	439,7	1 014,9	928,5	1 718,2	317,3	994,0
2013		8 930,7	155,7	1 736,3	465,0	1 689,0	401,9	439,1	1 032,1	941,8	1 748,5	321,3	1 008,6
2014		9 076,4	148,1	1 760,7	467,0	1 715,9	402,8	452,8	1 055,1	963,3	1 783,2	327,4	1 033,0
2014	Q1	2 261,8	38,1	439,4	117,5	426,1	101,6	113,3	262,1	238,3	444,4	80,9	254,5
	Q2	2 263,5	37,6	440,6	115,6	426,2	101,5	114,6	263,2	239,1	444,0	80,9	258,4
	Q3	2 274,2	36,2	442,8	115,1	429,4	101,8	114,5	264,5	240,9	447,1	81,8	259,1
	Q4	2 284,6	35,7	444,7	116,7	432,4	101,9	113,5	265,7	243,2	448,3	82,3	261,2
<b>In % der Wertschöpfung</b>													
2012		100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-
2013		100,0	1,8	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,5	19,6	3,6	-
2014		100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</b>													
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>													
2014	Q1	0,3	1,1	-0,1	0,7	0,6	-0,4	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2
	Q2	0,0	-0,4	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,9
	Q3	0,2	0,6	0,2	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3
	Q4	0,2	-1,9	0,0	1,0	0,5	-0,1	-0,2	0,2	0,6	0,3	0,1	1,1
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>													
2014	Q1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
	Q4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

### 3.3 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Baugewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- einzugang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Insgesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verar- beitendes Gewerbe	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter	Energie								
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,7	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,8	1,2	1,8	2,6	-5,6	2,2	3,3	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 Q1	1,3	3,2	3,2	4,2	2,5	-9,6	6,7	4,4	1,0	-0,5	2,3	0,8	5,1
Q2	0,9	1,7	1,4	1,0	3,4	-5,4	3,8	4,0	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
Q3	0,5	1,1	0,4	1,5	2,0	-3,5	-0,2	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
Q4	0,3	1,0	-0,4	0,8	2,7	-3,3	-0,5	2,8	2,1	0,7	3,2	1,3	1,6
2014 Sept.	0,3	0,7	-0,5	1,4	1,2	-3,2	-2,4	0,9	0,4	0,7	0,4	0,5	2,5
Okt.	0,8	1,2	-0,5	1,5	3,2	-2,4	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
Nov.	-0,6	0,3	-0,8	-1,0	3,1	-5,6	0,4	1,5	1,4	-0,3	2,9	0,2	0,3
Dez.	0,8	1,4	0,1	1,9	1,6	-2,1	-2,7	2,9	3,2	2,1	4,0	2,8	0,0
2015 Jan.	0,4	0,0	-0,3	-0,2	0,6	2,4	3,0	0,1	3,2	2,2	4,2	3,1	11,0
Febr.	1,6	1,0	-0,2	1,1	1,7	6,6	.	.	3,0	1,0	4,3	4,2	8,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2014 Sept.	0,6	0,6	-0,2	2,0	-0,6	0,2	-1,5	1,0	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
Okt.	0,1	0,3	0,3	-0,1	1,2	-1,4	1,0	1,3	0,5	-0,2	0,8	0,4	2,9
Nov.	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,3	-0,4	-0,4	-1,2	0,5	0,2	1,1	0,3	-2,5
Dez.	0,6	0,6	1,2	1,2	-0,3	0,9	0,2	2,7	0,6	0,3	0,4	1,6	5,4
2015 Jan.	-0,3	-0,7	-0,2	-0,8	-0,9	1,3	1,9	-2,9	0,9	0,9	1,1	1,3	2,6
Febr.	1,1	1,1	0,3	1,0	1,6	1,1	.	-0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,4	-0,2

### 3.4 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Nach Art der Erwerbstätigkeit			Nach Wirtschaftszweigen									
	Insgesamt	Arbeit- nehmer	Selbst- ständige	Land- und Forst- wirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energie- versorgung und Versor- gungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gastgewer- be/Beher- bergung und Gas- tronomie	Informa- tion und Kommuni- kation	Finanz- und Versi- cherungs- dienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaft- liche Dienst- leistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozial- wesen	Kunst, Unter- haltung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
Gewichte in %													
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
2014	100,0	85,2	14,8	3,4	15,1	6,0	25,0	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,3	-0,7	-4,4	-0,5	0,7	-0,4	0,1	0,5	-0,2	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-1,3	-1,6	-4,3	-0,5	-0,2	-1,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,1
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,2	0,0	-1,7	0,9	1,0	-1,0	0,6	2,0	0,8	0,6
2014 Q1	0,2	0,3	-0,2	0,8	-0,8	-2,3	0,4	0,4	-0,9	0,9	1,2	0,8	-0,2
Q2	0,6	0,8	-0,7	-0,5	0,0	-1,9	0,9	0,8	-1,2	0,7	2,2	0,8	0,3
Q3	0,7	1,0	-0,6	-0,6	0,3	-1,3	1,1	1,4	-1,0	0,2	2,1	0,8	0,6
Q4	0,9	1,1	-0,6	-0,5	0,5	-1,3	1,1	1,2	-1,1	0,6	2,5	0,8	1,7
Geleistete Arbeitsstunden													
Gewichte in %													
2012	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	7,2	25,9	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,6	6,9	25,9	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	26,0	2,8	2,7	1,0	12,6	21,8	6,3
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-1,8	-1,8	-1,7	-2,0	-2,3	-6,9	-2,0	0,2	-1,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8	-1,7	-5,3	-0,9	-0,4	-1,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,3	0,4	0,5	-1,4	0,8	0,9	-1,3	0,1	1,9	0,9	0,2
2014 Q1	0,8	0,8	0,8	1,6	0,6	-0,5	0,8	0,8	-0,6	0,7	1,2	1,3	-0,6
Q2	0,4	0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-2,0	0,7	0,8	-1,9	0,1	1,8	0,9	0,3
Q3	0,5	0,9	-0,8	-0,4	0,4	-1,7	1,0	1,0	-1,7	-0,5	1,9	0,7	0,0
Q4	1,1	1,4	0,1	1,1	1,2	-0,7	1,2	1,2	-1,9	0,7	2,6	0,9	1,4
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-1,3	-1,3	-1,3	-0,7	-1,6	-2,6	-1,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-0,5	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6
2014	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,4
2014 Q1	0,6	0,5	1,0	0,8	1,3	1,8	0,4	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,6	-0,4
Q2	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
Q3	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,6
Q4	0,2	0,2	0,7	1,6	0,7	0,7	0,1	0,0	-0,8	0,2	0,1	0,2	-0,4

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

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

### 3.5 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio <sup>1)</sup>	Unter- beschäft- igung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit										Vakanz- quote <sup>2)</sup>	
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Erwerbs- personen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio		In % der Erwerbs- personen
Gewichte in % (2013)														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,225	3,9	18,191	11,4	5,3	14,630	10,1	3,561	23,6	9,759	11,3	8,432	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,221	12,0	5,9	15,624	10,7	3,597	24,3	10,300	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	.	18,624	11,6	6,0	15,216	10,4	3,408	23,7	9,908	11,5	8,716	11,8	1,7
2014 Q1	158,975	4,4	18,867	11,8	6,3	15,365	10,6	3,501	24,2	10,105	11,7	8,761	11,9	1,7
Q2	159,296	4,4	18,612	11,6	6,0	15,195	10,4	3,418	23,7	9,910	11,5	8,702	11,8	1,7
Q3	159,680	4,2	18,550	11,6	5,8	15,158	10,4	3,391	23,6	9,818	11,4	8,732	11,8	1,6
Q4	160,186	.	18,467	11,5	6,0	15,145	10,3	3,322	23,2	9,798	11,3	8,668	11,7	1,8
2014 Sept.	-	-	18,525	11,5	-	15,161	10,4	3,364	23,4	9,816	11,3	8,709	11,8	-
Okt.	-	-	18,524	11,5	-	15,187	10,4	3,337	23,3	9,833	11,4	8,691	11,7	-
Nov.	-	-	18,532	11,5	-	15,187	10,4	3,345	23,3	9,831	11,4	8,701	11,7	-
Dez.	-	-	18,345	11,4	-	15,062	10,3	3,283	23,0	9,731	11,2	8,613	11,6	-
2015 Jan.	-	-	18,253	11,4	-	14,998	10,2	3,256	22,9	9,697	11,2	8,556	11,5	-
Febr.	-	-	18,203	11,3	-	14,958	10,2	3,245	22,9	9,637	11,1	8,567	11,5	-

### 3.6 Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)						Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)					
	Indikator der wirtschaft- lichen Einschätzung (langfris- tiger Durch- schnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauens- indikator für die Verbraucher	Vertrauens- indikator für das Baugewerbe	Ver- trauens- indikator für den Einzel- handel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufs- manager- index (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verar- beitenden Gewerbe	Geschäfts- tätigkeit im Dienstlei- stungssektor	Gesamt- index für die Produktion
		Vertrauens- indikator für die Industrie	Kapazitäts- auslastung (in %)				Vertrauens- indikator für den Dienstlei- stungssektor	Kapazitäts- auslastung (in %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,8	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,8	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,5	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,2	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q2	102,6	-3,3	79,9	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4
Q3	101,2	-4,6	80,2	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
Q4	100,9	-4,5	80,7	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	.	-6,3	-24,9	-1,6	5,5	.	51,4	52,6	53,6	53,3
2014 Okt.	100,9	-4,7	80,3	-11,1	-23,6	-5,5	4,9	87,9	50,6	51,5	52,3	52,1
Nov.	100,8	-3,9	-	-11,6	-25,0	-5,2	4,5	-	50,1	51,2	51,1	51,1
Dez.	100,9	-5,0	-	-10,9	-24,2	-4,6	6,4	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Jan.	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6
Febr.	102,3	-4,6	-	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	-	51,0	52,1	53,7	53,3
März	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,7	6,0	-	52,2	53,6	54,2	54,0

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

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

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

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares 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
2011	13,0	97,9	-0,1	1,9	1,8	1,8	1,1	33,5	3,7	.	3,2	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,3	-2,2	31,3	1,7	135,1	1,1	-5,9	0,8
2013	12,9	96,3	-0,4	1,3	-4,0	0,0	-2,3	30,7	1,8	132,6	2,4	-2,9	1,4
2014 Q1	12,8	95,8	0,3	1,3	2,9	1,9	-1,0	31,1	2,3	131,5	2,4	3,6	1,3
Q2	12,7	95,1	0,2	1,4	-0,3	2,9	-0,1	31,1	1,9	134,0	2,3	1,5	1,3
Q3	12,7	95,1	1,5	1,5	-0,8	2,7	0,3	31,5	2,1	132,3	1,9	2,1	1,1
Q4	12,8	94,8	1,6	1,6	-0,3	.	.	.	2,9	132,7	2,2	1,7	1,1

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

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>5)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Einnahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 Q1	828,1	779,7	48,3	483,9	429,8	168,4	149,5	153,3	143,2	22,4	57,1	9,8	3,5
Q2	831,0	788,2	42,7	486,8	430,9	170,2	153,0	151,3	145,3	22,6	59,1	7,6	3,3
Q3	834,5	776,4	58,1	489,2	427,6	174,3	157,5	147,4	136,2	23,5	55,1	6,8	2,5
Q4	835,3	767,2	68,1	496,6	426,0	174,2	158,4	139,4	123,3	25,0	59,4	12,8	5,4
2014 Aug.	272,3	256,0	16,3	157,9	140,1	57,9	52,6	48,7	45,3	7,9	18,1	2,3	0,8
Sept.	283,9	259,1	24,8	168,1	143,5	57,7	52,0	50,0	45,4	8,1	18,3	1,9	0,8
Okt.	279,7	255,9	23,9	166,3	142,7	57,9	52,4	47,2	41,9	8,4	18,9	3,3	1,3
Nov.	277,7	255,4	22,3	164,2	142,4	58,2	52,6	46,9	40,0	8,4	20,3	3,7	1,3
Dez.	277,8	255,9	22,0	166,2	140,9	58,1	53,4	45,3	41,4	8,2	20,1	5,8	2,8
2015 Jan.	283,1	252,6	30,5	164,0	138,3	59,6	54,5	51,0	39,7	8,5	20,1	2,0	1,5
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2015 Jan.	3 336,9	3 105,8	231,1	1 959,3	1 709,1	691,3	624,1	591,7	540,2	94,6	232,5	36,6	15,0
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2015 Jan.	33,0	30,7	2,3	19,4	16,9	6,8	6,2	5,8	5,3	0,9	2,3	0,4	0,1

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)				Wareneinfuhren (cif)						
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
	1	2	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2014 Q1	1,0	0,0	480,6	235,9	95,8	137,7	389,7	438,3	273,9	61,0	96,6	278,2	80,4
Q2	0,6	0,3	481,8	235,0	96,1	138,1	395,4	438,9	271,9	61,0	99,0	281,9	78,2
Q3	2,9	0,3	486,0	235,9	96,5	139,3	397,5	438,7	269,6	61,3	100,6	286,5	74,6
Q4	4,4	-0,2	497,0	236,4	101,5	144,2	407,9	433,0	259,2	61,4	101,4	290,6	67,7
2014 Aug.	-3,2	-4,3	159,2	78,2	30,9	45,1	129,1	143,9	88,0	19,7	33,2	92,3	24,4
Sept.	8,6	4,1	165,7	79,4	33,6	47,2	136,3	147,3	90,3	21,0	33,8	97,7	24,4
Okt.	4,2	-0,1	165,6	79,4	33,8	47,9	135,1	145,7	88,5	21,0	33,8	96,7	23,8
Nov.	1,0	-1,9	166,4	79,2	33,9	48,7	135,8	145,2	86,4	20,8	33,5	95,9	22,3
Dez.	8,3	1,5	164,9	77,8	33,9	47,6	137,0	142,1	84,2	19,5	34,0	98,0	21,6
2015 Jan.	-0,4	-5,6	163,4	.	.	.	134,3	141,8	.	.	.	98,1	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2014 Q1	1,5	2,6	114,7	113,5	115,0	117,3	114,1	100,6	101,2	98,2	99,9	102,1	94,9
Q2	0,7	2,3	114,8	113,3	114,1	117,3	115,6	101,7	101,8	98,7	102,9	104,0	93,1
Q3	1,1	2,0	114,5	112,6	114,0	116,2	114,6	101,3	101,1	99,0	102,5	104,1	90,2
Q4	2,9	1,6	116,9	113,1	118,4	120,4	116,4	101,4	101,2	95,7	100,9	103,2	98,8
2014 Aug.	-4,6	-2,6	112,6	111,8	109,4	113,5	111,8	99,7	99,3	95,3	101,2	100,5	89,1
Sept.	6,4	6,0	116,7	113,6	118,7	117,3	117,4	101,6	101,7	98,6	102,9	105,4	90,9
Okt.	2,3	0,8	116,7	113,4	119,2	119,5	116,1	100,7	101,0	97,7	101,2	103,0	93,9
Nov.	-0,7	-1,0	117,2	113,3	118,5	121,9	116,1	101,8	100,4	99,6	99,8	102,6	95,1
Dez.	7,4	5,2	116,7	112,5	117,4	119,8	117,1	101,6	102,1	89,8	101,6	104,0	107,3
2015 Jan.	-4,4	1,8	115,2	.	.	.	113,2	104,2	.	.	.	102,0	.

Quellen: EZB und Eurostat.

- Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettoszunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnungslegung entspricht.
- Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.
- Nicht saisonbereinigt.
- Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
- Gemäß der Klassifikation nach 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 %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise		
	Index: 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 Q2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2	
Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6	
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2015 Q1	116,8	-0,3	0,6	.	1,1	-0,3	0,2	0,4	0,0	-4,2	0,2	.	.	
2014 Okt.	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7	
Nov.	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,3	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7	
Dez.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6	
2015 Jan.	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,2	
Febr.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	-0,1	1,6	0,3	-0,5	1,1	
März <sup>2)</sup>	117,9	-0,1	0,6	.	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,9	0,0	.	.	

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

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Baugewerbe <sup>3)</sup>	Preise für Wohnimmobilien <sup>3),4)</sup>	Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien <sup>3),4)</sup>
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter						
							Zusammen	Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungsmittel				
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,8
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
2014 Q1	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,5	0,3	-4,1	0,4	-0,6	-0,9
Q2	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,4	-3,1	0,2	0,1	0,8
Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,8
Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,1	0,8	2,5
2014 Sept.	106,9	-1,5	-0,8	-0,1	-0,5	0,5	-0,4	-0,9	0,2	-4,6	-	-	-
Okt.	106,5	-1,3	-0,9	-0,2	-0,4	0,5	-0,6	-1,1	0,3	-4,1	-	-	-
Nov.	106,3	-1,6	-1,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-4,9	-	-	-
Dez.	105,2	-2,7	-2,5	-0,5	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,1	-8,3	-	-	-
2015 Jan.	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-1,5	-0,1	-10,5	-	-	-
Febr.	104,6	-2,8	-2,6	-0,8	-1,8	0,7	-0,7	-1,3	-0,1	-8,1	-	-	-

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

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

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

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

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

Gewichte in %	BIP-Deflatoren <sup>1)</sup>							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>2)</sup>		Importe <sup>2)</sup>	Importgewicht <sup>3)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>3)</sup>		
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014 Q2	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
Q3	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
Q4	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,3	9,6	-2,0
2015 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	49,0	2,8	10,4	-1,1	8,1	13,7	3,1
2014 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-2,2	9,1	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	1,7	14,2	-4,3	7,8	17,2	0,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	2,0	10,1	-2,1	7,0	12,6	2,1
März	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	4,8	7,2	3,4	9,4	11,4	7,5

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe		Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungssektor	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q2	-0,9	-1,0	0,7	-19,9	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
Q3	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
Q4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 Q1	-5,4	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
2014 Okt.	0,4	-6,0	1,9	-17,0	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4
Nov.	-1,6	-3,8	3,3	-14,8	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1
Dez.	-5,1	-3,5	3,2	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Jan.	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Febr.	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6
März	-4,4	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6

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

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

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

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

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

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

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

#### 4.6 Arbeitskostenindizes<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt (Index: 2008 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>2)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,1	2,1	2,1	2,4	1,4	2,2
2013	110,3	1,4	1,5	1,0	1,3	1,6	1,8
2014	111,7	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 Q1	103,8	0,8	1,2	-0,6	0,8	0,7	1,8
Q2	115,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
Q3	108,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7
Q4	118,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

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

# 5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repogeschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	11	12	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	7	8						9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Bestände</b>											
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
2014	967,3	4 948,2	5 915,6	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,3	122,2	427,9	108,4	658,5	10 305,8
2014 Q1	924,8	4 563,3	5 488,0	1 667,7	2 125,3	3 793,1	9 281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9 886,2
Q2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9 963,6
Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
Q4	967,3	4 948,2	5 915,6	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,3	122,2	427,9	108,4	658,5	10 305,8
2014 Sept.	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
Okt.	949,5	4 794,0	5 743,5	1 625,7	2 132,5	3 758,2	9 501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10 131,4
Nov.	956,5	4 858,0	5 814,5	1 619,3	2 138,4	3 757,7	9 572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10 206,7
Dez.	967,3	4 948,2	5 915,6	1 602,0	2 129,7	3 731,7	9 647,3	122,2	427,9	108,4	658,5	10 305,8
2015 Jan.	984,8	5 056,1	6 041,0	1 578,7	2 120,8	3 699,4	9 740,4	120,1	439,2	104,0	663,3	10 403,6
Febr. <sup>(p)</sup>	992,5	5 105,5	6 098,0	1 532,9	2 123,5	3 656,4	9 754,4	132,3	443,8	109,7	685,8	10 440,2
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	369,4	427,3	-96,3	3,6	-92,7	334,6	0,8	7,0	15,8	23,6	358,2
2014 Q1	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
Q3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
Q4	19,1	125,2	144,3	-45,3	-9,0	-54,3	90,0	-0,5	11,1	20,1	30,7	120,7
2014 Sept.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
Okt.	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,2	43,0
Nov.	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
Dez.	10,8	12,7	23,5	-17,7	-10,4	-28,1	-4,7	-6,4	-4,5	17,7	6,9	2,2
2015 Jan.	16,4	81,1	97,5	-34,2	-8,3	-42,6	54,9	-2,9	7,1	-5,7	-1,5	53,4
Febr. <sup>(p)</sup>	7,6	47,8	55,4	-20,6	2,7	-17,8	37,6	12,1	4,6	6,7	23,5	61,1
	<b>Wachstumsraten</b>											
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	22,9	3,8	3,6
2014 Q1	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Q4	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	22,9	3,8	3,6
2014 Sept.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Okt.	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,1	2,5
Nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,2	0,2	3,1
Dez.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	22,9	3,8	3,6
2015 Jan.	7,7	9,1	8,9	-6,9	-0,1	-3,1	4,0	-4,3	0,1	13,4	0,6	3,7
Febr. <sup>(p)</sup>	7,9	9,3	9,1	-7,6	0,0	-3,3	4,0	0,4	2,4	21,4	4,0	4,0

Quelle: EZB.

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

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 817,1	1 332,6	368,6	96,4	19,5	5 558,2	2 754,4	810,9	1 990,0	2,8	881,2	218,5	327,1
2014 Q1	1 732,1	1 223,8	398,2	95,2	15,0	5 442,6	2 583,8	864,5	1 988,6	5,7	779,8	205,7	313,3
Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
Q3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Q4	1 817,1	1 332,6	368,6	96,4	19,5	5 558,2	2 754,4	810,9	1 990,0	2,8	881,2	218,5	327,1
2014 Sept.	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Okt.	1 790,5	1 297,4	379,3	100,3	13,5	5 531,9	2 700,0	836,4	1 990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
Nov.	1 816,1	1 320,0	382,1	100,9	13,1	5 552,5	2 730,6	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Dez.	1 817,1	1 332,6	368,6	96,4	19,5	5 558,2	2 754,4	810,9	1 990,0	2,8	881,2	218,5	327,1
2015 Jan.	1 853,7	1 379,4	366,5	96,4	11,4	5 566,9	2 787,5	795,6	1 980,0	3,9	884,9	228,2	341,8
Febr. <sup>(p)</sup>	1 852,3	1 393,2	347,9	97,2	13,9	5 563,5	2 809,7	768,5	1 981,0	4,3	904,3	227,2	347,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,8	90,5	-25,4	1,2	2,5	141,7	210,1	-65,4	-1,3	-1,7	43,9	5,8	17,2
2014 Q1	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	12,3	13,1
Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
Q3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
Q4	7,2	16,6	-12,0	-1,4	4,0	27,4	68,7	-32,8	-6,5	-2,0	53,8	-8,7	-9,5
2014 Sept.	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
Okt.	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
Nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Dez.	-19,4	-19,8	-3,2	-2,8	6,3	6,5	24,9	-14,9	-1,5	-1,9	9,0	-11,5	-6,4
2015 Jan.	23,9	36,4	-4,1	-0,1	-8,3	-3,7	25,2	-20,7	-9,3	1,0	-7,5	8,9	13,9
Febr. <sup>(p)</sup>	11,9	13,1	-4,5	0,8	2,6	7,8	22,0	-15,6	0,9	0,5	18,4	-1,3	5,2
<b>Wachstumsraten</b>													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,3	3,2	5,8
2014 Q1	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-4,3	2,3
Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
Q3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Q4	4,0	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,3	3,2	5,8
2014 Sept.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Okt.	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
Nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Dez.	4,0	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,3	3,2	5,8
2015 Jan.	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,3	5,9	0,5	7,9
Febr. <sup>(p)</sup>	4,6	9,6	-8,8	1,4	-21,8	2,4	8,9	-10,6	-0,2	-24,7	8,1	0,4	6,8

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- Im Einklang mit dem ESGV 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.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet							Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite							
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014	3 605,1	1 130,9	2 474,2	12 567,9	10 513,1	-	4 282,7	5 199,7	902,6	128,1	1 279,6	775,2
2014 Q1	3 454,0	1 113,0	2 341,0	12 661,8	10 531,2	-	4 337,6	5 232,2	860,6	100,7	1 329,9	800,7
Q2	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,4	10 464,8	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,3
Q3	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,8	10 444,8	-	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	810,1
Q4	3 605,1	1 130,9	2 474,2	12 567,9	10 513,1	-	4 282,7	5 199,7	902,6	128,1	1 279,6	775,2
2014 Sept.	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,8	10 444,8	-	4 288,1	5 194,6	858,7	103,3	1 307,0	810,1
Okt.	3 523,4	1 097,3	2 426,2	12 544,1	10 431,5	-	4 277,4	5 197,3	853,9	102,9	1 301,0	811,5
Nov.	3 538,3	1 108,8	2 429,4	12 533,4	10 431,0	-	4 271,4	5 194,8	857,5	107,4	1 291,8	810,5
Dez.	3 605,1	1 130,9	2 474,2	12 567,9	10 513,1	-	4 282,7	5 199,7	902,6	128,1	1 279,6	775,2
2015 Jan.	3 651,7	1 148,6	2 503,0	12 639,1	10 585,7	-	4 301,1	5 223,6	922,1	139,0	1 277,7	775,7
Febr. <sup>(p)</sup>	3 634,4	1 146,5	2 488,0	12 656,7	10 595,8	-	4 311,9	5 222,7	924,1	137,0	1 271,6	789,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	70,8	16,3	54,5	-105,6	-56,9	12,5	-59,5	-14,8	5,9	11,6	-84,1	35,4
2014 Q1	13,0	15,2	-2,2	-40,1	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,9
Q2	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
Q3	41,1	-1,4	42,5	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
Q4	44,2	12,8	31,4	3,6	17,3	27,6	3,7	5,3	1,7	6,6	-30,8	17,1
2014 Sept.	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5
Okt.	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6
Nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,8	10,4	-3,9	-1,2	3,4	4,5	-10,7	-5,9
Dez.	20,8	7,9	13,0	23,5	18,2	18,8	10,0	2,4	3,2	2,5	-13,1	18,4
2015 Jan.	33,8	13,5	20,3	11,0	20,2	20,8	-0,7	7,0	3,5	10,5	0,0	-9,3
Febr. <sup>(p)</sup>	-22,1	2,8	-24,8	8,8	9,4	16,5	8,5	1,2	1,7	-2,0	-7,4	6,8
<b>Wachstumsraten</b>												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	2,0	1,5	2,3	-0,8	-0,5	0,1	-1,4	-0,3	0,5	11,8	-6,2	4,4
2014 Q1	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,8
Q4	2,0	1,5	2,3	-0,8	-0,5	0,1	-1,4	-0,3	0,5	11,8	-6,2	4,4
2014 Sept.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,8
Okt.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5
Nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5
Dez.	2,0	1,5	2,3	-0,8	-0,5	0,1	-1,4	-0,3	0,5	11,8	-6,2	4,4
2015 Jan.	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,4	-1,2	-0,1	1,4	19,3	-6,2	3,3
Febr. <sup>(p)</sup>	1,8	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,7	-0,2	0,8	15,3	-5,5	4,0

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.

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>4)</sup>					Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 282,7	-	1 082,5	724,9	2 475,2	5 199,7	-	562,8	3 860,1	776,8
2014 Q1	4 337,6	-	1 056,9	732,8	2 548,0	5 232,2	-	572,3	3 864,2	795,7
Q2	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 832,2	788,5
Q3	4 288,1	-	1 056,6	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 282,7	-	1 082,5	724,9	2 475,2	5 199,7	-	562,8	3 860,1	776,8
2014 Sept.	4 288,1	-	1 056,6	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Okt.	4 277,4	-	1 053,1	723,9	2 500,5	5 197,3	-	568,8	3 847,9	780,6
Nov.	4 271,4	-	1 040,1	734,1	2 497,1	5 194,8	-	566,8	3 848,2	779,8
Dez.	4 282,7	-	1 082,5	724,9	2 475,2	5 199,7	-	562,8	3 860,1	776,8
2015 Jan.	4 301,1	-	1 087,6	735,7	2 477,8	5 223,6	-	565,5	3 879,9	778,2
Febr. <sup>(p)</sup>	4 311,9	-	1 089,6	736,4	2 486,0	5 222,7	-	564,7	3 883,7	774,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,5	-46,5	-12,8	0,6	-47,4	-14,8	41,2	-4,8	-3,2	-6,8
2014 Q1	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
Q2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
Q3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
Q4	3,7	6,0	-6,5	8,0	2,2	5,3	13,8	-4,0	9,4	-0,1
2014 Sept.	-3,7	-3,9	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
Okt.	-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
Nov.	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,2	4,9	-1,5	0,0	0,3
Dez.	10,0	10,3	7,9	-1,9	4,0	2,4	3,3	-4,4	5,4	1,3
2015 Jan.	-0,7	-0,8	-2,7	5,1	-3,1	7,0	7,5	-0,2	7,8	-0,6
Febr. <sup>(p)</sup>	8,5	10,5	2,2	0,6	5,7	1,2	6,2	-0,4	3,8	-2,2
<b>Wachstumsraten</b>										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,8	-0,1	-0,9
2014 Q1	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
Q2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,8	-0,1	-0,9
2014 Sept.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Okt.	-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
Nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
Dez.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,8	-0,1	-0,9
2015 Jan.	-1,2	-0,9	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,8	0,1	-0,7
Febr. <sup>(p)</sup>	-0,7	-0,4	0,4	1,0	-1,7	-0,2	1,0	-0,8	0,0	-0,9

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

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	<b>Bestände</b>									
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7 180,4	2 252,4	92,0	2 374,2	2 461,8	1 391,7	185,0	184,5	139,8
2014 Q1	260,9	7 343,3	2 355,5	91,1	2 472,5	2 424,1	1 256,1	118,5	177,0	116,7
Q2	270,3	7 295,3	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,4	1 357,6	135,3	171,3	119,0
Q3	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Q4	263,4	7 180,4	2 252,4	92,0	2 374,2	2 461,8	1 391,7	185,0	184,5	139,8
2014 Sept.	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Okt.	254,3	7 270,4	2 264,8	91,8	2 420,2	2 493,6	1 418,0	170,6	183,1	121,1
Nov.	256,4	7 262,5	2 258,4	91,0	2 404,7	2 508,5	1 466,5	187,3	184,4	130,8
Dez.	263,4	7 180,4	2 252,4	92,0	2 374,2	2 461,8	1 391,7	185,0	184,5	139,8
2015 Jan.	305,6	7 289,4	2 240,9	92,8	2 400,4	2 555,3	1 482,0	225,9	202,8	131,3
Febr. <sup>(p)</sup>	264,1	7 305,7	2 263,3	91,7	2 394,8	2 555,9	1 455,7	263,1	225,9	144,5
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>									
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-2,8	-165,6	-120,5	1,8	-154,8	107,9	234,1	-9,5	0,7	17,7
2014 Q1	0,1	1,6	-11,7	-0,4	-33,1	46,8	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
Q3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
Q4	8,5	-99,1	-25,8	1,0	-77,3	3,1	34,9	-52,5	20,9	18,1
2014 Sept.	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
Okt.	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,8	-13,5	19,5	-0,5
Nov.	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,2	47,7	19,4	1,3	9,6
Dez.	4,1	-47,1	-7,0	2,4	-34,1	-8,3	-26,7	-58,4	0,1	9,0
2015 Jan.	40,0	-23,4	-19,8	-0,2	-14,0	10,6	-7,1	32,3	18,2	-8,5
Febr. <sup>(p)</sup>	-41,6	-13,9	-4,0	-1,2	-11,0	2,3	-21,4	40,3	23,1	13,2
	<b>Wachstumsraten</b>									
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-1,1	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,5
2014 Q1	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Q4	-1,1	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,5
2014 Sept.	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Okt.	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
Nov.	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	-	-	-4,4	-6,6
Dez.	-1,1	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,5
2015 Jan.	23,9	-2,5	-5,8	2,6	-6,0	4,2	-	-	22,0	26,4
Febr. <sup>(p)</sup>	-2,6	-2,6	-5,7	0,8	-5,9	3,8	-	-	26,8	28,4

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.



# 6 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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