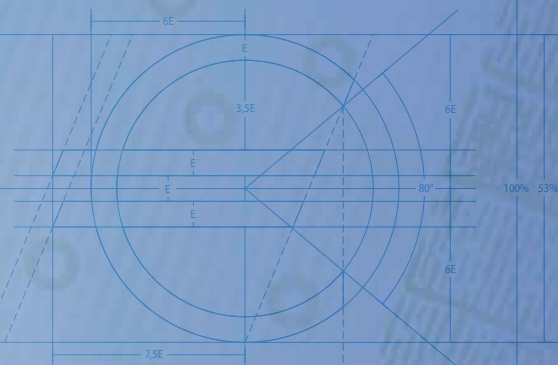




EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2015



# Inhalt

## Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Finanzielle Entwicklungen	15
3 Konjunkturentwicklung	18
4 Preise und Kosten	24
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	28
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	33

## Kästen

1 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 22. Juli bis zum 27. Oktober 2015	36
2 Was sind die Gründe für die geringen Investitionen im Euro-Währungsgebiet? Ergebnisse einer Umfrage unter großen Unternehmen im Euroraum	41
3 Die Rolle von Basiseffekten bei der prognostizierten Entwicklung der HVPI-Inflation	45
4 Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet	47
5 Löhne, Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit: ein granularer Ansatz	51
6 Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit als Schritt auf dem Weg zu einer echten Wirtschaftsunion	55
7 Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2016	59

## Aufsätze

1 Gründe für den jüngsten Anstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet	64
2 Neue Merkmale der monetären und finanziellen Statistiken	85

Statistik	S1
-----------	----

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Überblick

**Auf seiner geldpolitischen Sitzung am 3. Dezember 2015 beurteilte der EZB-Rat erneut den Grad der geldpolitischen Akkommodierung: Die Analyse bestätigte die Notwendigkeit weiterer geldpolitischer Impulse zur Sicherung einer Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 %.** Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 deuteten auf anhaltende Abwärtsrisiken für die Inflationsaussichten und auf eine etwas schwächere Inflationsentwicklung als zuvor erwartet hin. Auch in früheren Projektionen war es bereits zu Abwärtskorrekturen gekommen. Der EZB-Rat stellte fest, dass sich in der Persistenz der niedrigen Teuerungsraten eine beträchtliche wirtschaftliche Unterauslastung, die dem binnenwirtschaftlichen Preisdruck entgegenwirkt, und Gegenwind vom außenwirtschaftlichen Umfeld widerspiegelt. Er verwies darauf, dass die Projektionen des Eurosystems bereits die günstige Entwicklung an den Finanzmärkten seit der geldpolitischen Sitzung vom Oktober berücksichtigten. Im Folgenden werden die wichtigsten wirtschaftlichen Entwicklungen, die zum Zeitpunkt der Dezember-Sitzung des EZB-Rats zu verzeichnen waren, erläutert. Anschließend wird näher auf die Beschlüsse eingegangen, die bei der Sitzung gefasst wurden.

## Bewertung der wirtschaftlichen Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 3. Dezember 2015

### **Die Erholung der Weltwirtschaft verläuft weiterhin zögerlich und uneinheitlich.**

Die Aussichten für die Industrieländer werden durch niedrige Ölpreise, nach wie vor günstige Finanzierungsbedingungen, eine Aufhellung an den Arbeitsmärkten, eine wachsende Zuversicht sowie ein Abklingen der negativen Auswirkungen des Verschuldungsabbaus im privaten Sektor und der Haushaltskonsolidierung begünstigt. Dagegen dämpfen strukturelle Hemmnisse und makroökonomische Ungleichgewichte weiterhin die Wachstumsperspektiven in den aufstrebenden Volkswirtschaften. In einigen Ländern wird diese Entwicklung durch restriktivere internationale Finanzierungsbedingungen sowie rückläufige Rohstoffpreise noch verstärkt. Der weltweite Inflationsdruck dürfte wegen des Ölpreistrückgangs und der immer noch umfangreichen weltweiten Kapazitätsreserven begrenzt bleiben.

### **Die Bedingungen an den Finanzmärkten des Euroraums standen im Vorfeld der EZB-Ratssitzung vom Dezember im Zeichen einer erwarteten weiteren geldpolitischen Lockerung.**

Diese Erwartungen führten zu einem deutlichen Rückgang der Staatsanleiherenditen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets. Die Aktienmärkte im Euroraum festigten sich merklich. Der Euro schwächte sich ab,

was zum Teil auf die am Markt vorherrschende Erwartung zurückzuführen war, dass weitere geldpolitische Maßnahmen ergriffen würden.

**Die Konjunkturerholung im Eurogebiet wird zunehmend von der Binnennachfrage getragen.** Das reale BIP stieg im dritten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem es im vorangegangenen Vierteljahr um 0,4 % zugenommen hatte. Zurückzuführen war dies auf den weiterhin positiven Beitrag des Konsums, dem eine gedämpftere Entwicklung der Investitionen und Exporte gegenüberstand. Die jüngsten Umfrageindikatoren deuten auf ein anhaltendes Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2015 hin.

**Was die Zukunft betrifft, so dürfte sich die Konjunkturerholung fortsetzen, wengleich nach wie vor Abwärtsrisiken bestehen.** Die Binnennachfrage dürfte durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positiven Effekt auf die finanziellen Bedingungen weiter begünstigt werden. Darüber hinaus dürfte sie von den bereits erzielten Fortschritten bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen profitieren. Außerdem sollten durch die niedrigen Ölpreise das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft der Unternehmen und somit auch die privaten Konsumausgaben und die Investitionen gestützt werden. Ferner dürften die öffentlichen Ausgaben in einigen Teilen des Euroraums aufgrund von Maßnahmen zur Unterstützung von Flüchtlingen steigen. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet weiter durch die gedämpften Wachstumsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften und den verhaltenen Welthandel, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken, was insbesondere mit der erhöhten Unsicherheit im Hinblick auf die weltwirtschaftliche Entwicklung sowie mit den allgemeinen geopolitischen Risiken zusammenhängt. Diese Risiken könnten das Wachstum der Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage nach Exporten des Euro-Währungsgebiets sowie ganz allgemein das Vertrauen beeinträchtigen.

**Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 zufolge wird das jährliche reale BIP 2015 um 1,5 %, 2016 um 1,7 % und 2017 um 1,9 % steigen.** Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 bleiben die Projektionen für das reale BIP-Wachstum damit weitgehend unverändert.

**Die Teuerung nach dem HVPI hat sich zwar etwas erhöht, ist aber nach wie vor gering.** Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für den Euroraum im November 2015 bei 0,1 %. Sie war damit gegenüber Oktober unverändert, blieb jedoch hinter den Erwartungen zurück. Nachdem die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie im Oktober auf 1,1 % angestiegen war, ging sie im November wieder auf 0,9 % zurück.

**Die jährliche HVPI-Inflation wird den Erwartungen zufolge in nächster Zeit zunehmen.** Zum Jahreswechsel ist mit einem Anstieg zu rechnen, was vor allem mit Basiseffekten aufgrund des Ölpreistrückgangs Ende 2014 zusammenhängt. Die Teuerung dürfte sich 2016 und 2017 weiter erhöhen, getragen von den bisherigen und den im Dezember 2015 bekannt gegebenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB, der erwarteten Konjunkturerholung sowie dem Durchwirken vergangener Rückgänge des Euro-Wechselkurses. Der EZB-Rat wird die Entwicklung der Inflationsraten in nächster Zeit genau verfolgen.

**Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2015 auf 0,1 %, 2016 auf 1,0 % und 2017 auf 1,6 % belaufen wird.** Gegenüber den von EZB-Experten erstellten Projektionen vom September 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate damit leicht nach unten korrigiert.

**Die in der Vergangenheit beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben zu einer Verbesserung der Geldmengen- und Kreditindikatoren und ganz allgemein der Transmission der Geldpolitik beigetragen.** Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge ist nach wie vor robust, und die Kreditdynamik erholt sich, wenn auch nur zögerlich. Die Finanzierungskosten der Banken haben sich in der Nähe ihres historischen Tiefstands eingependelt, und die Banken geben die gesunkenen Refinanzierungskosten zunehmend in Form niedrigerer Kreditzinsen an ihre Kunden weiter. Die günstigeren Kreditvergabebedingungen stützen nach wie vor die Erholung des Kreditwachstums, und die nationalen Unterschiede im Niveau der Kreditzinsen der Banken haben sich weiter verringert.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

**Auf seiner Sitzung im Dezember beurteilte der EZB-Rat eingehend die Stärke und Persistenz der Faktoren, welche die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % gegenwärtig verlangsamten.** Die Analyse bestätigte die Notwendigkeit weiterer geldpolitischer Impulse, um eine Rückkehr zu Inflationsraten, die diesem Niveau entsprechen, sicherzustellen.

**Daher hat der EZB-Rat mit Blick auf sein Preisstabilitätsziel folgende Beschlüsse gefasst:**

- Erstens beschloss er in Bezug auf die Leitzinsen der EZB, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,30 % zu senken. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität werden unverändert bei 0,05 % bzw. 0,30 % belassen.
- Zweitens beschloss der EZB-Rat im Hinblick auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) zu verlängern. Die Ankäufe im Umfang von monatlich 60 Mrd € im Rahmen des APP sollen nun bis Ende März 2017 oder

erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

- Drittens wurde beschlossen, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anzulegen. Dies wird sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen.
- Viertens legte der EZB-Rat fest, auf Euro lautende marktfähige Schuldtitel, die von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, in die Liste der Vermögenswerte aufzunehmen, die für reguläre Ankäufe durch die jeweiligen nationalen Zentralbanken im Rahmen des Programms für den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors zugelassen sind.
- Fünftens beschloss er, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2017 weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

**Die Beschlüsse wurden gefasst, um eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten und somit die mittelfristigen Inflationserwartungen zu verankern.** Die neuen Maßnahmen werden für akkommodierende finanzielle Bedingungen sorgen; sie werden den erheblichen Lockerungseffekt der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen, die sich deutlich positiv auf die Finanzierungsbedingungen, die Kredite und die Realwirtschaft ausgewirkt haben, weiter verstärken. Die Beschlüsse stützen auch die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet und stärken die Widerstandsfähigkeit des Euroraums gegenüber den jüngsten weltwirtschaftlichen Schocks.

**Der EZB-Rat wird die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität genau beobachten. Er ist bereit und in der Lage, gegebenenfalls zu handeln und alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen, um einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodation zu gewährleisten.** Insbesondere weist der EZB-Rat darauf hin, dass das APP ausreichend Flexibilität in Bezug auf die Anpassung von Volumen, Zusammensetzung und Dauer der Ankäufe bietet.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Die Erholung der Weltwirtschaft verläuft nach wie vor zögernd und uneinheitlich. Die Aussichten der Industrieländer werden durch die niedrigen Ölpreise, die immer noch günstigen Finanzierungsbedingungen, die Aufhellung am Arbeitsmarkt, die wachsende Zuversicht sowie die abklingenden negativen Auswirkungen des Verschuldungsabbaus im privaten Sektor und der Haushaltskonsolidierung gestützt. Dagegen trüben strukturelle Hemmnisse und makroökonomische Ungleichgewichte weiterhin den Wachstumsausblick der Schwellenländer. In manchen dieser Staaten wird diese Entwicklung noch durch restriktivere globale Finanzierungsbedingungen und die Korrektur der Rohstoffpreise verschärft. Der Inflationsdruck wird den Erwartungen zufolge wegen des Ölpreisrückgangs und der immer noch reichlichen globalen Kapazitätsreserven begrenzt bleiben.*

## Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

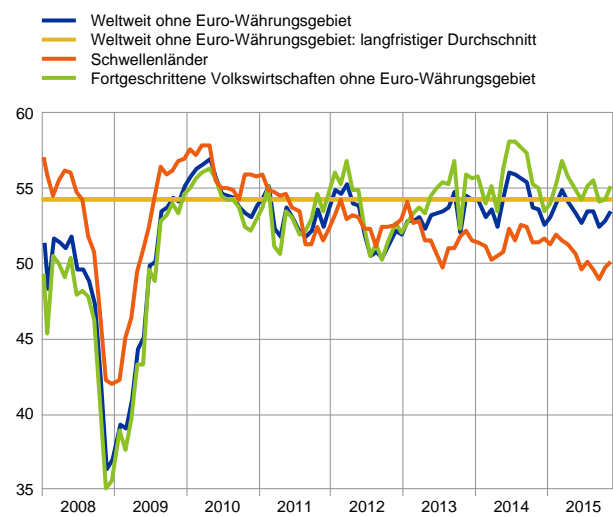
**Die Erholung der Weltwirtschaft verläuft nach wie vor uneinheitlich.** In den meisten führenden Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, insbesondere in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, hat sich die Konjunktur im laufenden Jahr insgesamt gefestigt. Im Gegensatz dazu blieb das Wachstum in den Schwellenländern allgemein schwach und spiegelte die anhaltenden Differenzen zwischen den einzelnen Regionen wider, was unter anderem mit dem gegenläufigen Effekt der Rohstoffpreiskorrektur auf die rohstoffexportierenden und die rohstoffimportierenden Staaten zusammenhing. Während sich die Konjunktur in den Schwellenländern Asiens einschließlich Chinas und Indiens sowie in den mittel- und osteuropäischen Ländern recht gut behauptete, befand sich die Region der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten im ersten Halbjahr in einer tiefen Rezession. Im Zentrum des Abschwungs steht Russland, das unter den niedrigen Ölpreisen, bestehenden Außenfinanzierungsbeschränkungen und einem schwachen Unternehmerv Vertrauen leidet. In Lateinamerika kehrte sich das Wachstum im Lauf des Jahres 2015 ebenfalls ins Minus, was nicht nur einer rohstoffpreisbedingten Verschlechterung der Terms of Trade, sondern auch binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, angebotsseitigen Engpässen und politischer Unsicherheit (vor allem in Brasilien) zuzuschreiben war.

**Die globalen Konjunkturindikatoren und verfügbaren Länderdaten deuten auf ein anhaltend moderates Weltwirtschaftswachstum zum Jahresende hin.** So legte der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) im November erneut zu und ließ damit auf eine nachhaltige globale Konjunkturdynamik schließen, wenngleich er unter seinem langfristigen Durchschnittswert blieb. Im Schnitt weist der Index im vierten Quartal weitgehend denselben Stand auf wie im vorangegangenen Vierteljahr. Hieraus lassen sich relativ konstante globale Wachstumsbedingungen ableiten. Die sehr unterschiedliche Entwicklung der EMIs in den Industrie- und den Schwellenländern



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

(Diffusionsindex)

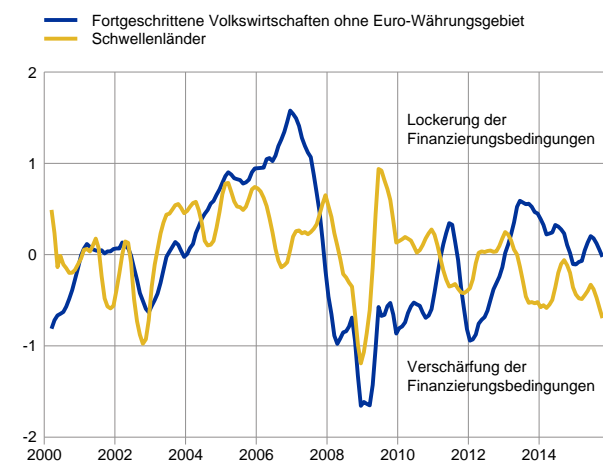


Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2015.

## Abbildung 2 Indizes der Finanzierungsbedingungen

(Standardabweichung, Mittelwert null; Monatswerte)



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015. Die Schwellenländer umfassen China, Russland, Brasilien, Indien und die Türkei. Zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gehören die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan.

unterstreicht zudem das uneinheitliche Bild des Weltwirtschaftswachstums (siehe Abbildung 1). Die Frühindikatoren der OECD signalisieren auch eine anhaltend stabile Wachstumsdynamik im OECD-Raum und in China, während sie für Russland eine Abschwächung anzeigen.

**In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Geldpolitik nach wie vor äußerst akkommodierend und stützt damit die günstigen Finanzierungsbedingungen, während sich diese in den meisten Schwellenländern weiter verschärften.** Im November stiegen die Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Zinsen in den Vereinigten Staaten im Dezember angehoben werden. Die etwas höheren Anleiherenditen in Verbindung mit Aktienkurskorrekturen, einem Rückgang der Portfoliozuflüsse und einem erneuten Abwertungsdruck auf die Währungen mehrerer Länder lassen darauf schließen, dass sich die Außenfinanzierungsbedingungen in den meisten Schwellenländern verschärft haben (siehe Abbildung 2). Die Währungsabwertung führt zudem zu einer wertmäßig höheren Fremdwährungsverschuldung mit der Folge verstärkter Bilanzrestriktionen und Finanzierungsbeschränkungen in den betroffenen Ländern. In Indien und China wurde die Geldpolitik unterdessen gelockert. Vor dem Hintergrund von Aktienmarkturbulenzen und der Anpassung des Wechselkursregimes nahm die politische Unsicherheit in China den Sommer hindurch beträchtlich zu. Dies trug auch zu einem vorübergehenden Ausschlag der Volatilität an den internationalen Finanzmärkten bei.

**Für die nähere Zukunft ist zu erwarten, dass die Weltwirtschaft – gestützt durch die nach wie vor robusten Wachstumsaussichten der meisten Industrieländer – auf einem moderaten und uneinheitlichen Erholungspfad bleibt.** Aufgrund der niedrigen Ölpreise, der weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen, der Aufhellung am Arbeitsmarkt, der wachsenden Zuversicht sowie der abklingenden negativen Auswirkungen des

Verschuldungsabbaus im privaten Sektor und der Haushaltskonsolidierung sollten die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften freundlich bleiben.

**In den Vereinigten Staaten schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im dritten Jahresviertel etwas ab, nachdem im Vorquartal ein kräftiger Aufschwung verzeichnet worden war.** Die Erholung beruhte erneut auf einem regen

Ausgabeverhalten der privaten Haushalte. Zurückzuführen war dies auf die Schaffung neuer Arbeitsplätze, den Anstieg der nominalen Löhne und des real verfügbaren Einkommens bei zugleich niedrigeren Ölpreisen und geringerer Inflation sowie auf die günstigen Kreditbedingungen und verbesserten Bilanzen der privaten Haushalte. Indessen hemmen die gesunkenen Ölpreise die privaten Investitionen in Anlagen zur Schieferölgewinnung, und vom Außenbeitrag könnte aufgrund der Aufwertung des US-Dollar ein negativer Wachstumsimpuls ausgehen.

**Im Vereinigten Königreich verlangsamte sich die Wirtschaftstätigkeit im dritten Jahresviertel ebenfalls geringfügig, nachdem sie sich im Vorquartal sehr dynamisch entwickelt hatte.** Das Wachstum wird weitgehend vom Konsum getragen, da sich die niedrigen Energiepreise und der Anstieg der Löhne nach wie vor günstig auf das real verfügbare Einkommen auswirken, während die Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung das Wachstum drosseln dürften. Zugleich werden die Investitionen der Unternehmen durch die gelockerten Kreditkonditionen gestützt.

**Die japanische Wirtschaft leidet immer noch unter einer geringen Dynamik, wengleich die Aufwärtskorrektur des Wachstums im dritten Quartal darauf hindeutet, dass eine technische Rezession vermieden werden konnte.** Zum Jahresende hin dürfte die Wirtschaftsleistung weiter moderat zunehmen. Eine wichtige Rolle spielt hierbei die anhaltende Ausweitung des privaten Konsums, da höhere Löhne und niedrigere Ölpreise einen Anstieg der Realeinkommen zur Folge hatten; doch auch mit einer Belebung der Exporte ist zu rechnen, da diese von der anziehenden Auslandsnachfrage und der Abwertung des Yen profitieren sollten.

**Die Aussichten der Schwellenländer sind demgegenüber uneinheitlicher und im historischen Vergleich weiterhin verhalten.** Die steigende Nachfrage aus den Industrieländern dürfte die konjunkturelle Aktivität in den Schwellenländern zwar beflügeln, doch wird deren Wachstumsausblick nach wie vor durch strukturelle Hindernisse und makroökonomische Ungleichgewichte getrübt. Unterdessen passen sich einige Volkswirtschaften an die gesunkenen Rohstoffpreise und die restriktiveren Außenfinanzierungsbedingungen im Vorfeld der geldpolitischen Normalisierung in den Vereinigten Staaten an, während andere Länder immer noch von hoher politischer Unsicherheit geprägt sind.

**Der Prozess der wirtschaftlichen Neuausrichtung in China hat eine allmähliche Wachstumsverlangsamung mit sich gebracht, da der Rückgang der Investitionen nicht vollständig durch höhere Konsumausgaben ausgeglichen wurde.** Das Wachstum entwickelte sich im dritten Quartal relativ beständig. Den Erwartungen zufolge werden die niedrigen Ölpreise und der solide Konsum die Konjunktur auf kurze Sicht stützen. Die zuletzt erfolgten Leitzinssenkungen, moderate fiskalische Stimulierungsmaßnahmen der Zentralregierung sowie Bemühungen, die finanziellen Restriktionen auf Ebene der lokalen Gebietskörperschaften zu lockern, sollten die Nachfrage im weiteren Verlauf ebenfalls positiv beeinflussen. Mittelfristig könnte das Expansionstempo aber durch eine verstärkte Bekämpfung der finanziellen Anfälligkeiten und der gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte verlangsamt werden. In Indien ging das

Wachstum im zweiten Quartal zwar zurück, doch stärkten die akkommodierende Geldpolitik, ein Anstieg der Investitionen infolge unternehmensfreundlicher Reformen und der robuste private Konsum das Vertrauen und sorgten für eine Aufhellung der Wachstumsaussichten.

**In den mittel- und osteuropäischen Staaten dürfte die realwirtschaftliche Aktivität stabil, aber von Land zu Land uneinheitlich bleiben.**

Der durch Mittel aus dem Strukturfonds der Europäischen Union gestützte kräftige Investitionszuwachs sowie der dynamische, vom höheren real verfügbaren Einkommen getragene private Konsum werden den Erwartungen zufolge weiterhin die Hauptantriebskräfte des Wachstums in dieser Region sein.

**Demgegenüber bekamen die rohstoffexportierenden Schwellenländer nach wie vor die Folgen des zu Ende gehenden Rohstoffzyklus zu spüren, und zwar hauptsächlich in Form einer Verschlechterung der Terms of Trade.**

In Russland sind die Finanzierungskosten und die Unsicherheit immer noch hoch, und das Unternehmerv Vertrauen ist gering. Aufgrund der gesunkenen Öleinnahmen wurden zugleich die Staatsausgaben eingeschränkt. In Brasilien hat sich der konjunkturelle Abschwung deutlich verschärft, da politische Unsicherheit, die sich verschlechternden Terms of Trade, eine Straffung der Geldpolitik und restriktivere Finanzierungsbedingungen die Konjunktur belasten.

**Der Welthandel entwickelte sich in der ersten Jahreshälfte 2015**

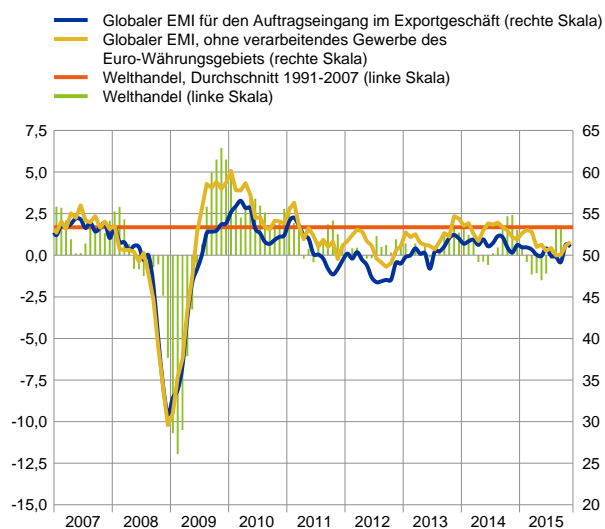
**außergewöhnlich schwach.** Die Daten für die ersten sechs Monate des laufenden Jahres wurden kräftig nach unten korrigiert, sodass nun – erstmals seit dem ersten Halbjahr 2009 – eine Schrumpfung des internationalen Handels ausgewiesen wird. Die globalen Aggregate wurden durch ausgeprägte Rückgänge in einigen großen Schwellenländern und volatile Daten in manchen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere im Vereinigten Königreich, negativ beeinflusst. In Russland brachen die Einfuhren in der ersten Jahreshälfte 2015 um knapp 25 % ein, und in Brasilien verringerten sie sich im zweiten Quartal um rund 9 %. Die rapide Abnahme der Importe beider Länder kann zum Teil der rückläufigen Inlandsnachfrage und der beträchtlichen Abwertung der Währungen zugeschrieben werden, doch schlugen diese Faktoren jeweils wesentlich stärker zu Buche, als frühere Wirkungszusammenhänge dies hätten vermuten lassen. Auch in China und Indien fiel die Importtätigkeit unerwartet schwach aus.

**Die verfügbaren Daten und Umfragen zum Handel deuten darauf hin, dass ein Wendepunkt bei der Entwicklung des Welthandels erreicht wurde und die Wachstumsraten in den positiven Bereich zurückgekehrt sind.**

Die jüngsten Angaben zu China, Japan und dem Vereinigten Königreich lassen darauf schließen, dass die Importe wieder kräftig zugelegt haben und im dritten Quartal positive Wachstumsraten verzeichnet wurden. In Brasilien ist der Handel immer noch rückläufig, allerdings nicht mehr so stark, was der insgesamt beobachteten Zunahme des internationalen Handels im dritten Jahresviertel zugute kam. Die Belebung des globalen Handels wird auch durch den Anstieg des weltweiten Warenhandels untermauert sowie durch die Tatsache, dass der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Oktober und November wieder die Wachstumsschwelle von 50 Punkten

### Abbildung 3 Internationaler Warenhandel

(linke Skala: Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; rechte Skala: Diffusionsindex)



Quellen: Markit, CPB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben für den EMI beziehen sich auf November 2015 und für den Welthandel auf September 2015.

überschritt (siehe Abbildung 3). Was die weitere weltweite Entwicklung betrifft, so dürfte der Handel im Einklang mit der Konjunkturerholung nur ganz allmählich zunehmen, wobei er die vor der Finanzkrise verzeichnete Dynamik nicht wiedererlangen dürfte. Insgesamt ist davon auszugehen, dass das Profil der weltweiten Einfuhren und der Auslandsnachfrage des Eurogebiets in Relation zum globalen BIP über den Projektionszeitraum hinweg einen relativ flachen Verlauf aufweist. Nach einer moderaten Erholung der weltweiten Importe in den Jahren 2015 und 2016 sollten diese – den Projektionen zufolge – im Einklang mit dem globalen BIP wachsen, womit der Handel eine wesentlich geringere Elastizität aufweisen würde als vor der Finanzkrise.

#### Die globalen Wachstumsaussichten deuten insgesamt weiterhin auf eine zögerliche und uneinheitliche Erholung hin.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 (Redaktionsschluss für die finanziellen Annahmen und die Annahmen zu den Rohstoffpreisen

war der 12. November) dürfte sich das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) allmählich von 3,1 % im laufenden Jahr auf 3,6 % im Jahr 2016 und 3,9 % im Jahr 2017 beschleunigen. Es wird damit gerechnet, dass sich die Auslandsnachfrage des Euroraums, ausgehend von einer Änderungsrate von -0,1 % im Jahr 2015, auf 2,7 % im Jahr 2016 und schließlich 3,8 % im Jahr 2017 erhöht. Verglichen mit den von der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September wurden die Angaben für das globale Wachstum nach unten korrigiert, was in erster Linie auf die Aussichten der Schwellenländer zurückzuführen ist, die schwächer als erwartet ausfielen. Vor allem aufgrund von Datenkorrekturen zum ersten Halbjahr 2015 wurden bei der Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets stärkere Revisionen verbucht.

#### Die Aussichten für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind insbesondere in den Schwellenländern nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet.

Die größten Risiken ergeben sich aus einer ausgeprägteren konjunkturellen Eintrübung in den aufstrebenden Volkswirtschaften, u. a. auch in China. Die Straffung der Finanzierungsbedingungen, die gestiegene politische Unsicherheit und die rückläufigen Rohstoffpreise könnten die bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichte verschärfen und somit das Vertrauen schwächen und das Wachstum stärker belasten als bislang angenommen. Auch die geopolitischen Risiken wirken sich nach wie vor negativ auf die Konjunkturaussichten aus, und erhöhte Spannungen vor allem im Nahen Osten könnten das Wachstum der Weltwirtschaft beeinträchtigen. Vor dem Hintergrund der weltweit divergierenden geldpolitischen Ausrichtung stellt die Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung in den Vereinigten Staaten ein weiteres Abwärtsrisiko dar. Auf der anderen Seite wird davon ausgegangen, dass die Verbilligung des

Rohöls im Ergebnis hauptsächlich positive Meldungen zur Angebotslage widerspiegelt. Dementsprechend sollte sich dies insgesamt günstig auf das Weltwirtschaftswachstum auswirken, da die erhöhte Wirtschaftstätigkeit in den erdölexportierenden Ländern den Rückgang in den Ölexportländern mehr als ausgleichen sollte.

## Internationale Preisentwicklung

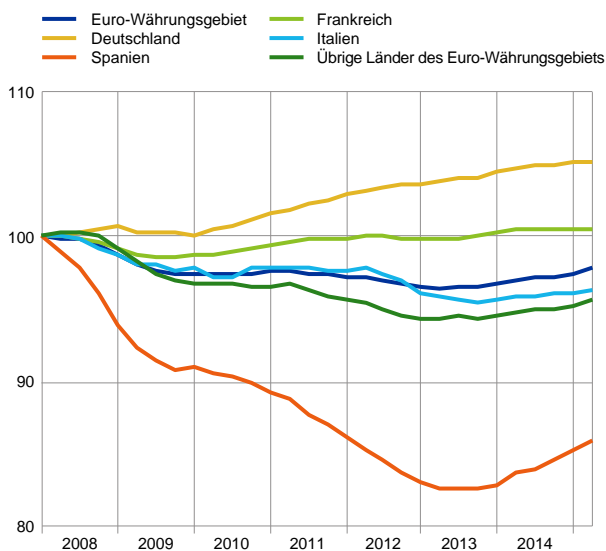
### Die Inflation hielt sich infolge des Ölpreisverfalls weltweit auf einem sehr niedrigen Niveau.

Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern erhöhte sich aufgrund einer leichten Zunahme der Nahrungsmittelpreise und eines weniger negativen Beitrags der Energiepreise von 0,4 % im September

auf 0,6 % im Oktober (siehe Abbildung 4). Die Preise für Energie sanken im Oktober den dreizehnten Monat in Folge, und zwar um 11,6 % gegenüber dem Vorjahr. Dagegen beschleunigte sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln auf 1,5 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum im Berichtsmonat unverändert bei 1,8 %. Was wichtige Nicht-OECD-Länder anbelangt, so hielt sich die Gesamtinflation in Brasilien und Russland auf einem sehr hohen Niveau, wenngleich sie in Russland rückläufig war. In China verringerte sich die Teuerungsrate auf 1,3 %.

**Abbildung 4**  
Beschäftigungsentwicklung in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Index: Q1 2008 = 100)



### Nachdem sich die Notierungen für Öl im September und Oktober stabilisiert hatten, sind sie ab Anfang November erneut zurückgegangen.

Weltweit wird noch immer reichlich Öl gefördert, und der globale Ölmarkt ist nach wie vor von einem Überangebot geprägt, obwohl die weltweite Ölnachfrage im dritten Quartal 2015 so hoch war wie zuletzt vor fünf Jahren. Die Produktion der OPEC-Staaten liegt weiterhin in der Nähe ihrer Höchststände. Auch die nicht der OPEC angehörenden Länder fördern nach wie vor große

Mengen, da die geringere Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten durch eine Rekordproduktion in Russland wettgemacht wurde. Die Ölvorräte in der OECD wurden weiter aufgestockt und lagen am Ende des dritten Vierteljahrs 2015 nahe ihrem Höchststand, was zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Ölpreise ausübte. Die Notierungen für sonstige Rohstoffe gaben seit Ende Oktober angesichts sinkender Metallpreise geringfügig nach.

**Was die Zukunft betrifft, so dürfte die Inflation weltweit anziehen.** Die vorangegangene Verbilligung von Öl und sonstigen Rohstoffen dämpft den Inflationsdruck auf kurze Sicht weiter. Im weiteren Verlauf dürfte sich der negative Beitrag der Energiekomponente jedoch verringern, da die Auswirkungen früherer Ölpreisrückgänge immer weniger ins Gewicht fallen. Zudem impliziert eine

ansteigende Preisentwicklung der Ölterminkontrakte auch eine allmähliche Zunahme der Gesamtinflation auf globaler Ebene. Allerdings lassen sich aus den sich langsam schließenden Produktionslücken in den Industrieländern sowie der Ausweitung eben dieser Lücken in mehreren Schwellenländern noch immer beträchtliche globale Kapazitätsreserven ablesen; dies dürfte mittelfristig für anhaltenden Abwärtsdruck auf die weltweite zugrunde liegende Inflation sorgen.

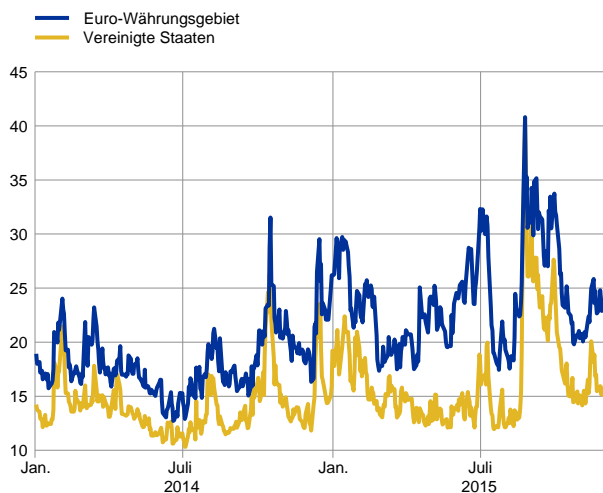
## 2 Finanzielle Entwicklungen

Die Bedingungen an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet verbesserten sich im Zeitraum von Anfang September bis Anfang Dezember allmählich, nachdem zuvor eine Phase hoher Volatilität im Zusammenhang mit den Entwicklungen in China verzeichnet worden war. Unterstützt wurde die Verbesserung durch die Erwartung neuerlicher monetärer Impulse im Euro-Währungsgebiet, die sich

nach der Sitzung des EZB-Rats vom Oktober weiter verstärkte. Diese von den Marktteilnehmern antizipierte Aussicht einer weiteren Lockerung der geldpolitischen Zügel führte zu deutlichen Renditerückgängen bei den Staatsanleihen der Euro-Länder, sodass sich die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Anleihen im Eurogebiet bis Anfang Dezember um mehr als 40 Basispunkte auf 1,02 % verringerte. Die Aktienmärkte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten verbuchten deutliche Zugewinne und machten dadurch einen Großteil der während des Sommers erlittenen Verluste wieder wett. Der Euro wertete im Zeitraum von Anfang September bis Anfang Dezember spürbar ab, worin die am Markt gehegte Erwartung einer divergierenden Geldpolitik im Eurogebiet und in den USA zum Ausdruck kam.

**Abbildung 5**  
Implizite Aktienkursvolatilität

(in % p. a.)

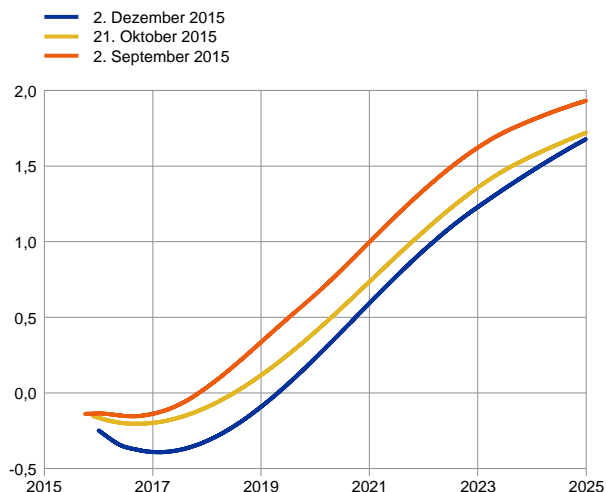


Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Für das Euro-Währungsgebiet wird der VSTOXX-Index verwendet, der die implizite Volatilität von Optionen auf den Euro-STOXX-50-Aktienindex abbildet. Für die Vereinigten Staaten wird der VIX-Index herangezogen, der die implizite Volatilität von Optionen auf den S&P-500-Aktienindex misst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Dezember 2015.

**Abbildung 6**  
EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



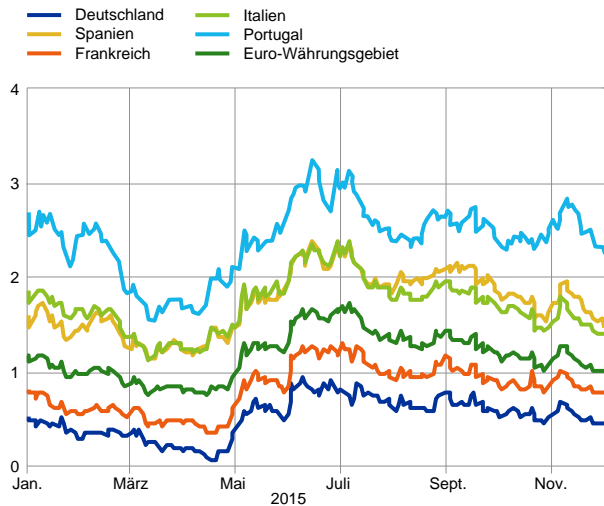
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

**In einem Marktumfeld, das von der Erwartung einer unterschiedlich ausgerichteten Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten geprägt war, kam es zwischen Anfang September und Anfang Dezember zu einer allmählichen Verbesserung der Finanzmarktbedingungen des Euroraums.** Die erhöhte Unsicherheit, die im August im Zusammenhang mit der Besorgnis über die Entwicklung in China zu verspüren war, klang im Berichtszeitraum ab. Dies führte zu einer sukzessiven Verbesserung der Finanzmarktbedingungen, und die Messgrößen für die Volatilität an den Aktienmärkten (als Indikator für die Finanzmarktunsicherheit) gingen gegenüber den erhöhten Werten von Ende August merklich zurück (siehe Abbildung 5). Weiter untermauert wurden die insgesamt günstigeren Finanzmarktbedingungen im Euro-Währungsgebiet auch durch die Tatsache, dass die Marktteilnehmer nach der Sitzung des EZB-Rats vom Oktober zunehmend von einer erneuten Lockerung der Geldpolitik im Euroraum ausgingen.

### Abbildung 7

#### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Bei den Angaben für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um den BIP-gewichteten Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Dezember 2015.

Die Terminzinskurve des EONIA war über alle Laufzeiten hinweg rückläufig, wobei der Zinssatz am kurzen Ende deutlich unter den Satz für die Einlagefazilität fiel. In der Zeit von Anfang September bis zur EZB-Ratssitzung am 22. Oktober verflachte sich die EONIA-Terminzinskurve: Die längerfristigen Terminzinsen sanken um bis zu 25 Basispunkte, während das kurze Ende in der Nähe des Zinses für die Einlagefazilität von -0,20 % verharrte (siehe Abbildung 6). Im Anschluss daran mehrten sich die Erwartungen einer bevorstehenden Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität. Dies sorgte für einen deutlichen Rückgang der kurzfristigen EONIA-Terminzinsen.

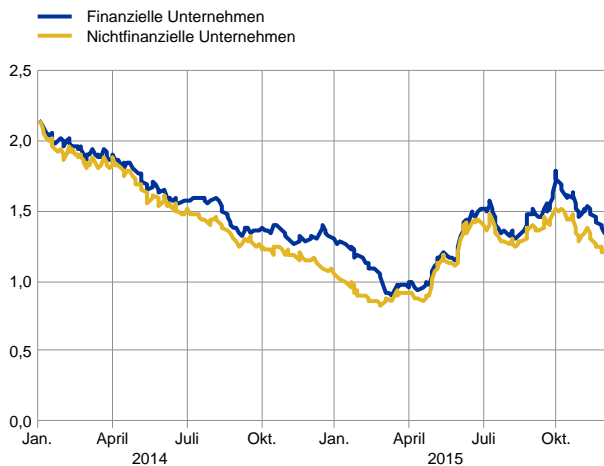
Insgesamt bewegte sich der EONIA von Anfang September bis Anfang Dezember angesichts einer allmählich zunehmenden Überschussliquidität nach unten. Nachdem der EONIA im September von rund -0,12 % auf etwa -0,14 % nachgegeben hatte, stabilisierte er sich zwischen Anfang Oktober und Anfang Dezember bei durchschnittlich -0,14 %. Dies geschah vor dem Hintergrund

einer schrittweise ansteigenden Überschussliquidität, die größtenteils aus den Käufen resultierte, die im Rahmen des erweiterten EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten getätigt wurden. Weitere Einzelheiten zu den Liquiditätsbedingungen im Euroraum und den geldpolitischen Geschäften finden sich in Kasten 1.

### Abbildung 8

#### Unternehmensanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)

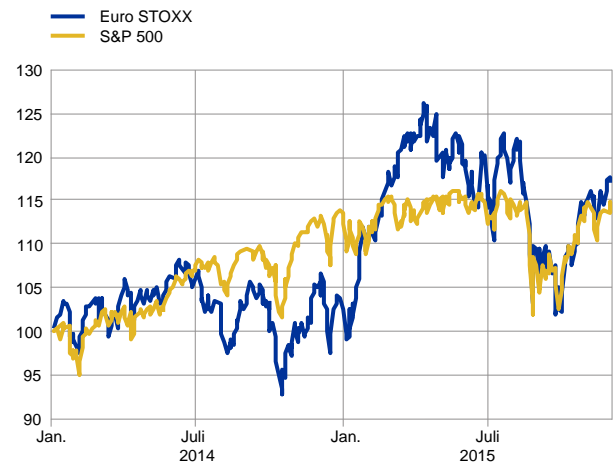


Quellen: iBoxx und EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Dezember 2015.

### Abbildung 9

#### Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2014 = 100)



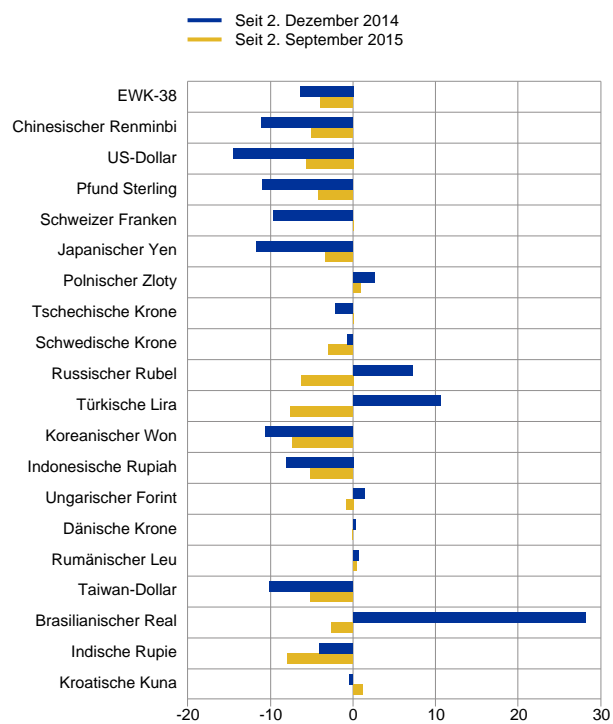
Quelle: Thomson Reuters.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Dezember 2015.



## Abbildung 10

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Prozentuale Veränderung in Relation zum 2. Dezember 2015. "EWK-38" bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

**Die Renditen von Staatsanleihen waren aufgrund der erwarteten weiteren Lockerung der Geldpolitik durch die EZB im gesamten Euro-Währungsgebiet rückläufig.** Insgesamt ging die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet von Anfang September bis Anfang Dezember um mehr als 40 Basispunkte zurück. Am 2. Dezember lag sie mit 1,02 % nur geringfügig über ihrem Rekordtiefstand, auf den sie vor dem Wiederanziehen der Staatsanleiherenditen im April gefallen war (siehe Abbildung 7). Stärker ausgeprägt waren die Rückgänge in den Euro-Ländern mit niedrigeren Ratingnoten, wodurch sich die Rediteabstände gegenüber Deutschland weiter verringerten.

**Sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum erfreuten sich günstigerer Finanzierungsbedingungen bei insgesamt rückläufigen Unternehmensanleiherenditen.** Im September zogen die Renditen von Unternehmensanleihen an, um dann im verbleibenden Berichtszeitraum jedoch kräftig nachzugeben. Insgesamt gingen die Renditen von Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen um rund 20 Basispunkte zurück (siehe Abbildung 8).

### An den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets schlugen im Berichtszeitraum kräftige

**Kursgewinne zu Buche, die die Verluste des Sommers zu einem Großteil wieder wettmachten.** Gemessen am marktbreiten Euro-STOXX-Index verteuerten sich Aktien im Euroraum über den Beobachtungszeitraum um 9 %, wofür die nachlassenden Sorgen mit Blick auf die Schwellenländer sowie die Erwartung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik durch die EZB den Ausschlag gaben (siehe Abbildung 9). In den Vereinigten Staaten legten die Aktienkurse unterdessen gemessen am S&P 500 um rund 7 % zu.

**Der Euro schwächte sich in handelsgewichteter Rechnung von Anfang September bis Anfang Dezember um 4,0 % ab (siehe Abbildung 10).** Der Wechselkurs des Euro gab nach der Sitzung des EZB-Rats im Oktober nach, worin sich die Markterwartungen über die künftigen geldpolitischen Entscheidungen manifestierten. Bilateral wertete er gegenüber dem US-Dollar um 5,7 % ab. An Boden verlor der Euro auch gegenüber dem chinesischen Renminbi, dem Pfund Sterling, dem japanischen Yen, der schwedischen Krone und den Währungen vieler Schwellenländer – insbesondere dem russischen Rubel, der sich im Gefolge seiner drastischen Abwertung wieder etwas erholte – sowie gegenüber den Währungen rohstoffexportierender Länder. In Relation zu den Währungen der mittel- und osteuropäischen Länder blieb er indessen weitgehend stabil. Die dänische Krone notierte weiterhin in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses.

### 3 Konjunkturentwicklung

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet hat sich sukzessive weiter gefestigt und wird zunehmend von der inländischen Nachfrage getragen. Das reale BIP des Euroraums erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal; damit ist seit nunmehr zweieinhalb Jahren ein kontinuierlicher Anstieg der Wirtschaftsleistung zu verzeichnen. Die jüngsten Konjunkturindikatoren signalisieren für die nächste Zeit ein anhaltend moderates Wachstum des BIP und eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung, wobei eine Reihe begünstigender Faktoren die Binnennachfrage stützen dürften. Die akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen der EZB werden durch die zunehmende Lockerung der Kreditbedingungen weiterhin auf die Realwirtschaft übertragen, was sich förderlich auf die Unternehmensinvestitionen auswirken wird. Das niedrige Ölpreisniveau hat die Kaufkraft der privaten Haushalte und die Ertragslage der Unternehmen verbessert, was dem privaten Konsum und den Investitionen Auftrieb verleiht. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet nach wie vor durch die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften und den verhaltenen Welthandel gebremst. In Anbetracht dieser sich gegenseitig ausgleichenden Faktoren sind die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 gegenüber den Projektionen von Experten der EZB vom September dieses Jahres weitgehend unverändert geblieben.

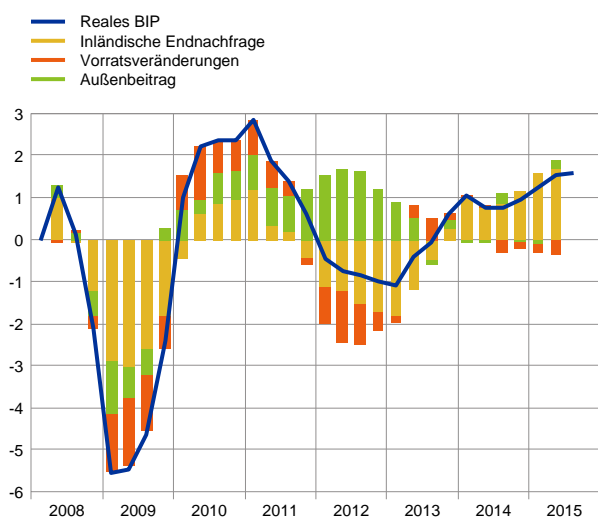
**Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets stieg im dritten Quartal 2015 weiter an, wenngleich die vierteljährliche Wachstumsrate etwas niedriger ausfiel als im Vorquartal.** Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale

BIP im dritten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit einem Plus von 0,4 % im zweiten Vierteljahr. Auf Jahressicht wurde damit die höchste Rate seit dem zweiten Quartal 2011 verzeichnet (siehe Abbildung 11). Konjunkturindikatoren sowie auf Länderebene verfügbare Daten deuten auf anhaltend positive vierteljährliche Wachstumsbeiträge der Binnennachfrage und insbesondere der privaten Konsumausgaben hin. Gebremst wurde das Wachstum durch eine leichte Abschwächung bei den Bauinvestitionen und beim Außenbeitrag, wobei die letztgenannte Entwicklung auf eine geringfügige Eintrübung des außenwirtschaftlichen Umfelds zurückzuführen war.

**Der Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften zum Exportwachstum ist in der aktuellen Erholungsphase geringer als vor der Krise.** In fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich hat sich die Inlandsnachfrage seit 2013 relativ dynamisch

**Abbildung 11**  
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

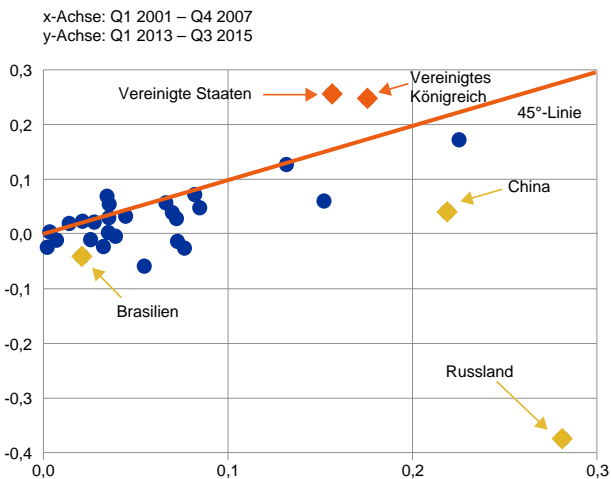


Quelle: Eurostat.

**Abbildung 12**

**Länderbeiträge zu den der Warenexporten des Euro-Währungsgebiets**

(durchschnittliche jährliche Beiträge in Prozentpunkten)

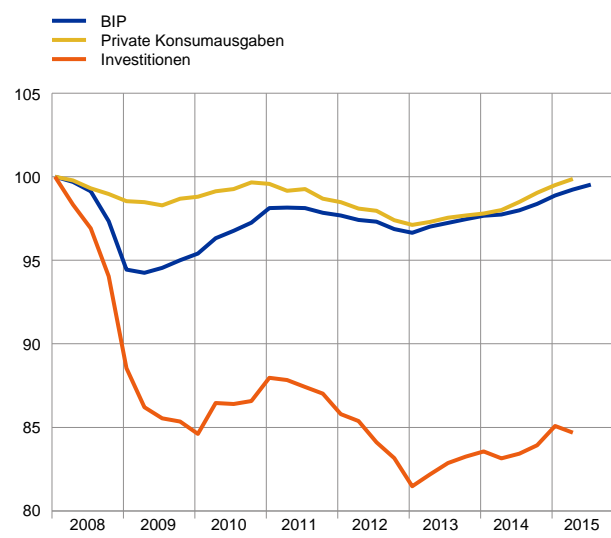


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vollständige dritte Quartal 2015, außer im Fall des Vereinigten Königreichs und anderer EU-Länder, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören. Die blauen Punkte beziehen sich auf die Exporte des Euro-Währungsgebiets in die wichtigsten Handelspartnerländer.

**Abbildung 13**

**Reales BIP, private Konsumausgaben und Investitionen im Euro-Währungsgebiet**

(Index: Q1 2008 = 100)



Quelle: Eurostat.

entwickelt, was im Zusammenwirken mit der seit Mitte 2014 verzeichneten Wechselkursentwicklung dazu geführt hat, dass die Beiträge dieser Länder zum Exportwachstum des Eurogebiets gestiegen sind (siehe Abbildung 12). Indessen hat sich die Konjunktur in großen Schwellenländern wie etwa China und Russland, von denen vor der Krise noch kräftige Wachstumsimpulse ausgegangen waren, verlangsamt, sodass diese Volkswirtschaften einen nur sehr geringen oder gar negativen Beitrag zum Ausfuhrwachstum während der Erholungsphase geleistet haben.

**Was die nähere Zukunft betrifft, so dürften die Exporte des Euro-Währungsgebiets vor dem Hintergrund einer allmählichen Belebung der Auslandsnachfrage wieder zunehmen.**

Die schwache Wachstumsdynamik in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte sich weiterhin negativ auf die Ausfuhren des Euroraums auswirken, während das sich festigende Wachstum in den Industrieländern die Exporte auch in Zukunft stützen wird. Daten zum monatlichen Warenhandel für August und September bestätigen den Eindruck, dass sich die Exportkonjunktur im dritten Quartal 2015 abschwächte und von Brasilien, China und Russland negative Beiträge zum jährlichen Ausfuhrwachstum des Eurogebiets ausgingen. Zugleich haben sich die Exporte in fortgeschrittene Volkswirtschaften offenbar weiter dynamisch entwickelt. Umfrageindikatoren deuten zudem für die nähere Zukunft auf eine leichte Ausweitung der Exporttätigkeit hin. So hat der internationale Warenhandel im dritten Quartal 2015 nach zwei Quartalen negativen Wachstums wieder zugenommen. Vor dem Hintergrund einer allmählichen Erholung der weltwirtschaftlichen Aktivität und des Welthandels sowie der Abwertung des Euro dürfte sich auch die Exportkonjunktur im Euro-Währungsgebiet beleben.

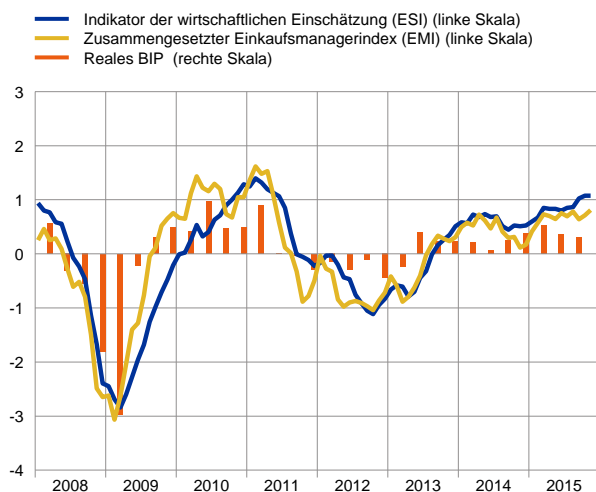
**Nach zweieinhalb Jahren kontinuierlicher Zunahme der Wirtschaftsleistung hat das reale BIP inzwischen wieder annähernd das Niveau des ersten Quartals 2008 erreicht.**

Die laufende Erholung wird weiterhin von der Binnennachfrage getragen, wobei die privaten Konsumausgaben die Haupttriebfeder darstellen (siehe Abbildung 13). Die Investitionen liegen nach wie vor rund 15 % unter ihrem im ersten Vierteljahr 2008 verzeichneten Höchststand vor der Krise.

## Abbildung 14

Reales BIP, zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex und Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung im Euro-Währungsgebiet

(linke Skala: Diffusionsindex und Salden in %; rechte Skala: vierteljährliche Wachstumsraten)

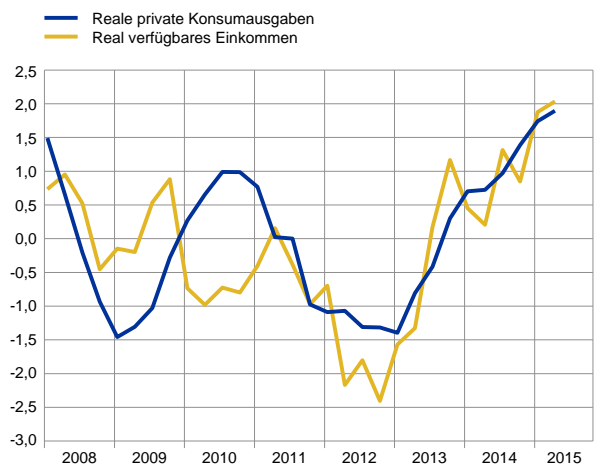


Quellen: Markit, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (GD ECFIN) und Eurostat.  
Anmerkung: EMI und ESI sind normiert.

## Abbildung 15

Private Konsumausgaben und real verfügbares Einkommen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

**Konjunkturindikatoren zufolge wird sich die wirtschaftliche Erholung in ähnlichem Tempo wie im dritten Quartal fortsetzen.**

Die bis November vorliegenden Umfrageergebnisse deuten auf ein anhaltend moderates Wachstum in nächster Zeit hin. Sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) als auch der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie wiesen von September bis November eine leichte Verbesserung auf (siehe Abbildung 14). Im November lagen beide Indikatoren über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnittswert. Andere bis zum dritten Quartal vorliegende Monatsdaten etwa zur Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) fielen schwach aus, und der EZB-Indikator für den Auftragseingang in der Industrie war im September rückläufig, was vermutlich mit der Verlangsamung der Ausfuhren des Euroraums im dritten Jahresviertel zusammenhing.

**Die privaten Konsumausgaben sind der bestimmende Faktor der konjunkturellen Erholung und profitieren von der verbesserten Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets.**

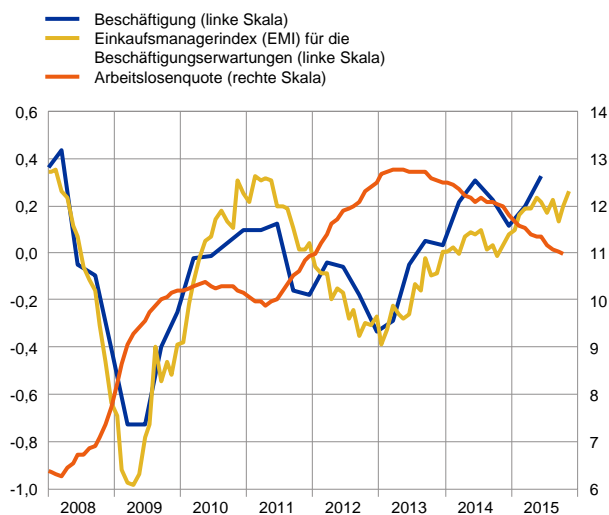
Die günstige Entwicklung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte stützt den privaten Konsum seit Beginn der Erholung Anfang 2013 (siehe Abbildung 15). Obwohl die Privathaushalte in vielen Ländern nach wie vor dabei sind, ihre Bilanzen anzupassen und ihre Verschuldung abzubauen, scheinen sich diese Anpassungsmaßnahmen inzwischen weniger hemmend auf den privaten Verbrauch auszuwirken. Die Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen nahmen im September weiter zu (um 0,6 % gegenüber dem zweiten Quartal), und das Verbrauchervertrauen, das sich im November erhöhte, lässt für die nähere Zukunft ein kontinuierliches Wachstum der privaten Konsumausgaben erwarten. Das real verfügbare Einkommen profitiert seit Mitte 2014 von den sinkenden Ölpreisen, wengleich die gestiegene Kaufkraft der privaten Haushalte zum Großteil auf das höhere Arbeitseinkommen infolge der

allmählichen Aufhellung an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets zurückzuführen ist. Vom Beginn der konjunkturellen Erholung bis zum zweiten Quartal 2015 erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten um mehr als 2 Millionen,<sup>1</sup> und die Arbeitslosenquote lag

<sup>1</sup> Zur Entwicklung der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet siehe EZB, Gründe für den jüngsten Anstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet, in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

**Abbildung 16**  
Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

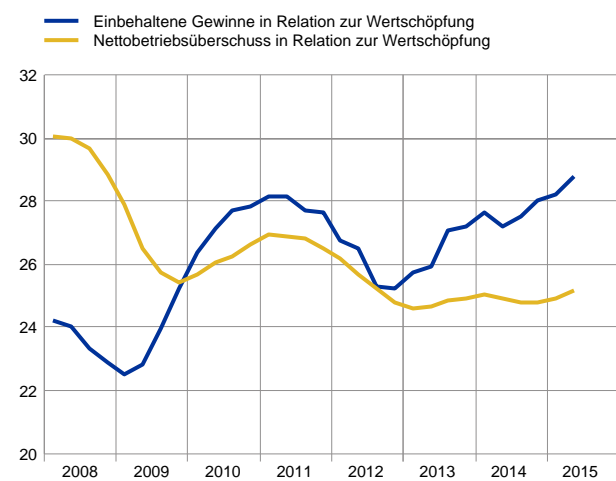
(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %, Index; rechte Skala: in % der Erwerbspersonen)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung 17**  
Nettobetriebsüberschuss und einbehaltene Gewinne nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(in % der Wertschöpfung)



Quelle: Eurostat.

im September mit 10,8 % auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 2012. Aktuellere Indikatoren wie etwa Umfrageergebnisse deuten für die nächste Zeit auf eine anhaltende Besserung der Arbeitsmarktlage im Euroraum hin (siehe Abbildung 16).

**Trotz dieser positiven Entwicklung ist die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets nach wie vor hoch, und wenn sich die Quote weiterhin im derzeitigen Tempo verringert, wird es lange Zeit in Anspruch nehmen, bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht ist.** Zudem verzeichnen umfassendere Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die auch Bevölkerungsgruppen berücksichtigen, die unfreiwillig Teilzeit arbeiten oder sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, weiterhin hohe Werte, obwohl die Arbeitslosenquote des Euroraums seit Mitte 2013 deutlich gesunken ist. Etwa sieben Millionen Menschen (d. h. 5 % der Erwerbspersonen) arbeiten derzeit aufgrund einer fehlenden Vollzeitstätigkeit unfreiwillig in Teilzeit, und mehr als sechs Millionen Arbeitskräfte haben die Stellensuche aufgegeben und sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen (entmutigte Arbeitnehmer). Die Arbeitsmarktlage im Euroraum ist also immer noch merklich schlechter, als es die Arbeitslosenquote vermuten lässt.

**Das Investitionswachstum trug nur eingeschränkt zur laufenden Erholung bei.** Zwar weisen die Unternehmensinvestitionen seit dem ersten Quartal 2013 einen Aufwärtstrend auf, doch entwickelten sie sich im zweiten Vierteljahr 2015 und aller Wahrscheinlichkeit nach auch im dritten Jahresviertel schwach. Allerdings gibt es ermutigende Anzeichen, wie etwa eine allmähliche Verbesserung der Kreditangebotsbedingungen, eine die Unternehmen nicht mehr so stark beeinträchtigende Nachfragesituation und eine Erholung der Unternehmensgewinne. Die einbehaltenen Gewinne und der Nettobetriebsüberschuss deuten auf eine anhaltende Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen hin (siehe Abbildung 17). Dies wird sich vor dem Hintergrund der sehr akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik weiterhin günstig auf die

Unternehmensinvestitionen auswirken, während die Kreditkonditionen zunehmend gelockert werden und die Nachfrage steigt.

**Die Konjunkturindikatoren signalisieren für die nächste Zeit eine allmähliche Ausweitung der Unternehmensinvestitionen.** In Anbetracht des anhaltenden

Wachstums der Investitionsgüterproduktion – die vierteljährliche Zuwachsrate lag im dritten Quartal bei 0,3 % – und der über ihrem langfristigen Durchschnitt liegenden Vertrauensindikatoren für den Investitionsgütersektor verbessern sich die Nachfragebedingungen, wenn auch ausgehend von einem niedrigen Niveau. Die zunehmende Kapazitätsauslastung und die nach mehreren Jahren verhaltener Investitionen notwendige Modernisierung des Kapitalstocks werden sich förderlich auf die Investitionsausgaben auswirken. Obwohl sich die Nachfragebedingungen allmählich verbessern, stellen sie immer noch das größte Hemmnis für Unternehmensinvestitionen dar und bremsen in Verbindung mit der politischen Unsicherheit und anderen strukturellen Hindernissen derzeit die Investitionsausgaben der Unternehmen (siehe Kasten 2, in dem die Ergebnisse einer EZB-Umfrage unter großen Unternehmen im Euroraum vorgestellt werden). Mit den höheren Gewinnen, der erneuten Lockerung der Finanzierungsbedingungen und dem weiter zunehmenden Vertrauen werden die Unternehmensinvestitionen nach und nach wieder ausgeweitet werden.

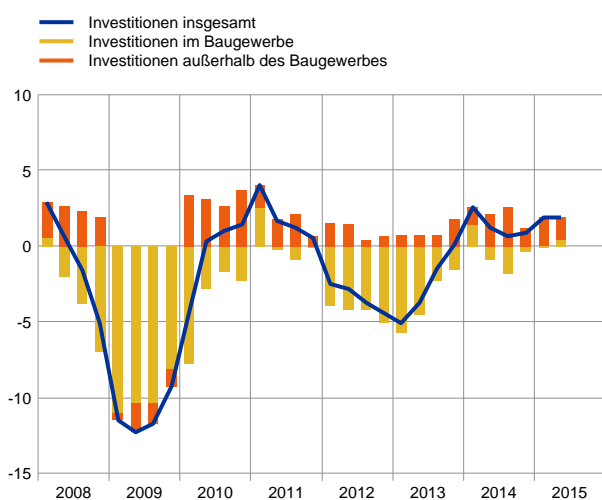
**Die Bauinvestitionen, die das Wachstum der Gesamtinvestitionen seit der Krise beeinträchtigt haben, dürften sich allmählich erholen.** Nach der umfangreichen Korrektur an vielen Wohnimmobilienmärkten des Euro-Währungsgebiets im Gefolge der Krise entwickeln sich die Bauinvestitionen nach wie vor verhalten (siehe Abbildung 18). Im zweiten Quartal verlangsamten sie sich weiter und lagen immer noch deutlich unter ihrem Vorkrisenniveau. Auf kurze Sicht dürfte sich die verhaltene Entwicklung fortsetzen, da die Bauproduktion im September nur moderat anstieg (um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal). Äußerst günstige Finanzierungsbedingungen, niedrige Hypothekenzinsen und das höhere

verfügbare Einkommen der privaten Haushalte dürften die Nachfrage nach Wohnimmobilien in nächster Zeit jedoch stützen. Bestätigt wird dieser Eindruck durch Anzeichen einer Erholung am Wohnimmobilienmarkt und vermehrte Anträge auf Baugenehmigungen in einigen Ländern.

**Die Konjunkturerholung im Euroraum wird sich den Projektionen zufolge in den nächsten beiden Jahren verstärken, wobei eine Reihe begünstigender Faktoren die von der Binnennachfrage getragene Belebung stützen dürfte.**<sup>2</sup> Die akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirken weiterhin auf die Realwirtschaft durch. Dies zeigt sich an einer weiteren Lockerung der Kreditbedingungen, der jüngsten Trendwende beim Kreditvolumen und der Abschwächung des effektiven Wechselkurses des Euro. Die niedrigen Ölpreise haben die Kaufkraft der privaten Haushalte und die Ertragslage der Unternehmen verbessert und stützen somit die privaten

**Abbildung 18**  
Wachstum der Gesamtinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

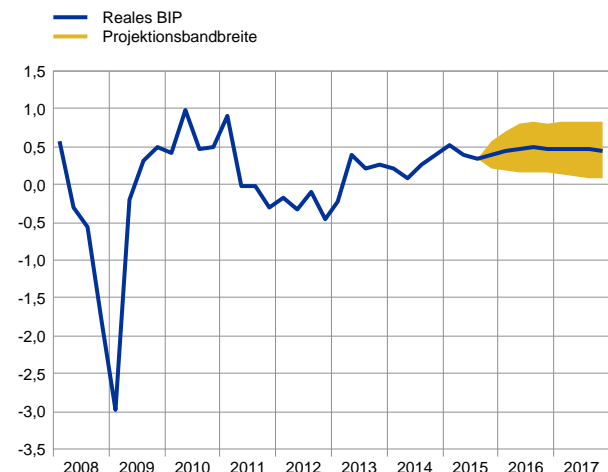


Quelle: Eurostat.

<sup>2</sup> Siehe den Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015“, veröffentlicht am 3. Dezember 2015 auf der Website der EZB.

**Abbildung 19**  
**Reales BIP des Euro-Währungsgebiets**  
**(einschließlich Projektionen)**

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und der Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015“, veröffentlicht am 3. Dezember 2015 auf der Website der EZB.

Konsumausgaben und die Investitionen. Ferner dürfte die fiskalpolitische Lockerung zu zusätzlichen Konsumausgaben des Staates und Transferzahlungen an private Haushalte führen. Die Binnennachfrage wird den Erwartungen zufolge weiter anziehen, da die Notwendigkeit zum Schuldenabbau bei den privaten Haushalten und Unternehmen allmählich nachlässt und sich die Lage an den Arbeitsmärkten weiter aufhellt. Zugleich wird die wirtschaftliche Erholung im Euroraum durch die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften und den verhaltenen Welthandel, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen weiterhin gebremst. In Anbetracht dieser sich gegenseitig ausgleichenden Faktoren wird das jährliche reale BIP den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 zufolge im laufenden Jahr um 1,5 %, 2016 um 1,7 % und 2017 um 1,9 % steigen (siehe Abbildung 19). Damit sind diese Angaben gegenüber

den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 weitgehend unverändert geblieben.

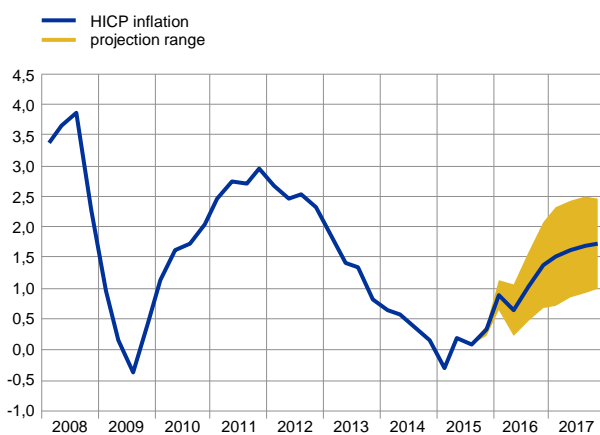
**Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euro-Währungsgebiets sind nach wie vor abwärtsgerichtet.** Sie ergeben sich insbesondere aus der erhöhten Unsicherheit im Zusammenhang mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung sowie den allgemeinen geopolitischen Risiken. Diese Risiken könnten das Wachstum der Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage nach Exporten des Euroraums sowie ganz allgemein das Vertrauen beeinträchtigen.

## 4 Preise und Kosten

In den letzten beiden Monaten lagen die HVPI-Inflationsraten wieder leicht im positiven Bereich. Ausgehend von den verfügbaren Daten und den derzeitigen Terminpreisen für Öl dürften die jährlichen HVPI-Inflationsraten zum Jahreswechsel deutlich steigen, vor allem im Zusammenhang mit Basiseffekten aufgrund des Ölpreisrückgangs Ende 2014. Die Teuerungsraten dürften sich 2016 und 2017 weiter erhöhen. Getragen wird diese Entwicklung von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, der erwarteten Konjunkturerholung sowie dem Durchwirken früherer Rückgänge des Euro-Wechselkurses. Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2015 auf 0,1 %, 2016 auf 1,0 % und 2017 auf 1,6 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsraten leicht nach unten korrigiert.

**Abbildung 20**  
Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet  
(einschließlich Projektionen)

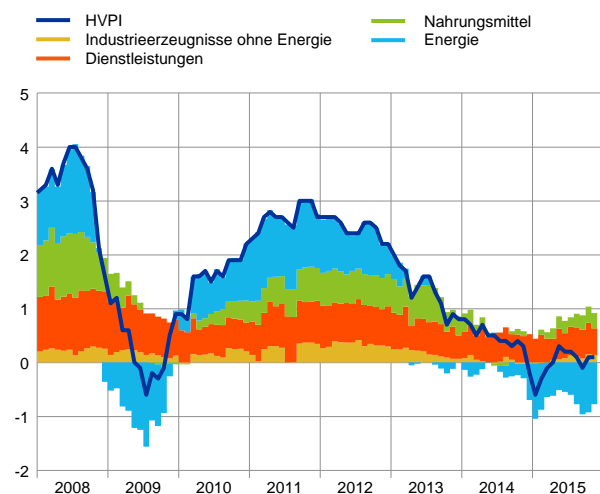
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und der Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015“, veröffentlicht am 3. Dezember 2015 auf der Website der EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015.

**Abbildung 21**  
Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation  
des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2015 (Vorausschätzungen).

Infolge des Ölpreisverfalls Ende 2014 war die HVPI-Gesamtinflation im gesamten Jahresverlauf sehr niedrig oder sogar negativ. Aufgrund der Ölpreisentwicklung kehrte sich die am HVPI gemessene Teuerungsraten zweimal ins Negative, nämlich zu Jahresbeginn 2015 und erneut im Herbst dieses Jahres. In den letzten beiden Monaten lag sie aber wieder leicht im positiven Bereich. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsraten belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im November auf 0,1 % und blieb damit gegenüber Oktober stabil, nachdem sie im September bei -0,1 % gelegen hatte (siehe Abbildung 20).

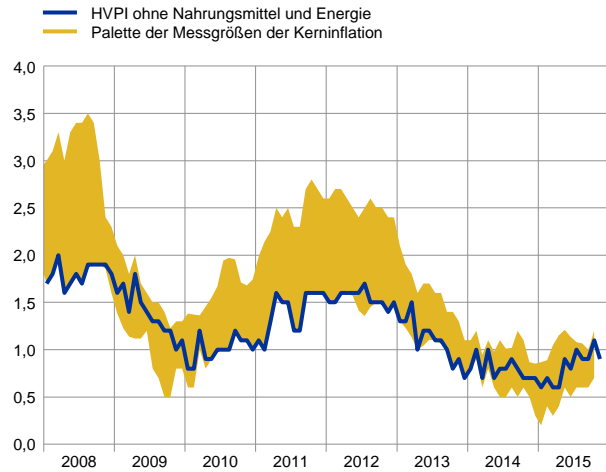
**Die Entwicklung der Energiepreise wirkte inflationsdämpfend.** Aufgrund der erneuten Ölverbilligung seit Juni ist die Jahresänderungsrate der Energiepreise weiter gesunken. Der Beitrag der Energiepreise zur HVPI-Inflation war im gesamten Jahresverlauf 2015 stark negativ (siehe Abbildung 21).

Allerdings fielen im Oktober und November die kräftigen monatlichen Rückgänge von vor zwölf Monaten aus der Berechnung der Vorjahrsrate heraus, was zu aufwärtsgerichteten Basiseffekten führte; dadurch wurde die weitere Verringerung der Energiepreise mehr als ausgeglichen. Sofern es nicht zu einem erneuten deutlichen Absinken der Ölpreise kommt, dürften



## Abbildung 22 Messgrößen der Kerninflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

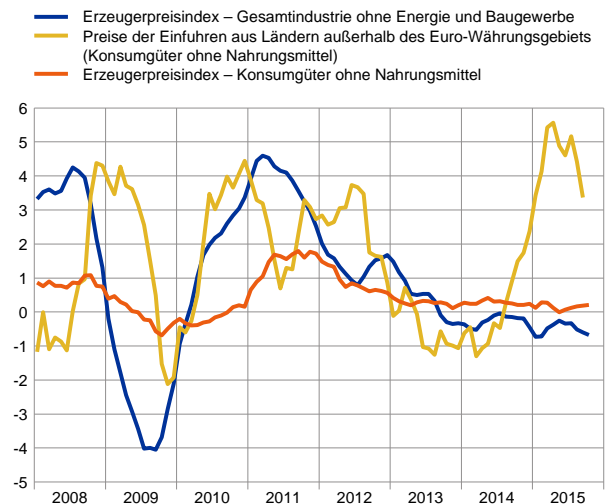


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Palette der Messgrößen der Kerninflation umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %); der Median des HVPI und die auf dem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße. Die jüngsten Angaben beziehen sich für den HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie (Vorausschätzung) auf November 2015 und für alle übrigen Indikatoren auf Oktober 2015.

## Abbildung 23 Erzeugerpreise und Einfuhrpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich für den Erzeugerpreisindex auf Oktober 2015 und für die Einfuhrpreise auf September 2015.

Basiseffekte auch in den nächsten Monaten zu einem weiteren beträchtlichen Anstieg des Preisauftriebs bei Energie führen (siehe Kasten 3).

### Die Teuerung bei Nahrungsmitteln befindet sich seit Anfang 2015 im Aufwärtstrend.

Für diese Entwicklung war in den letzten Monaten die Teuerung der unverarbeiteten Nahrungsmittel maßgeblich, deren Rate von Januar bis Oktober um 4,0 Prozentpunkte zulegte. Der kräftige Anstieg bis Oktober ergab sich möglicherweise aus den Auswirkungen des ungewöhnlich heißen Sommers auf die Gemüse- und Obstpreise. Im November war der Preisauftrieb bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln leicht rückläufig, lag aber nach wie vor auf hohem Niveau. Die Teuerung bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln hingegen blieb weitgehend stabil, wobei niedrigere Preise für Molkereiprodukte dämpfend wirkten.

### Die Kerninflation hat sich stabilisiert, nachdem sie zuvor gegenüber dem Anfang 2015 erreichten Tiefstand angestiegen war.

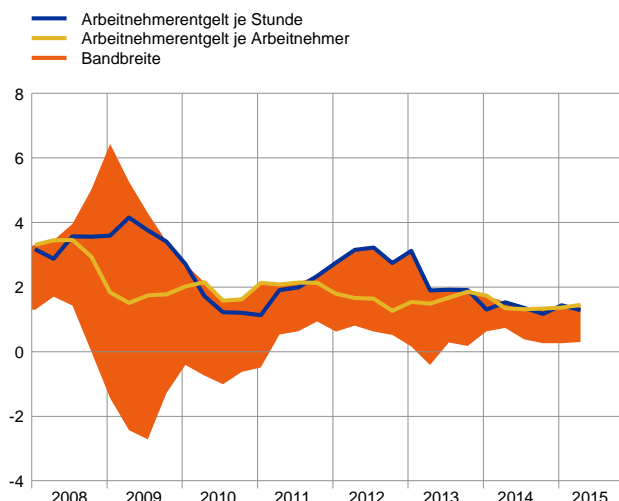
Die am HVPI gemessene Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie lag im November bei 0,9 %, nachdem sie seit August 2015 ohne erkennbaren Trend um dieses Niveau herum geschwankt hatte. Andere Messgrößen der Kerninflation<sup>1</sup> blieben in den zurückliegenden Monaten relativ stabil (siehe Abbildung 22). Bei der Bewertung der aktuellen Daten zur HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie sollte berücksichtigt werden, dass die Jahresänderungsraten der Preise für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie im monatlichen Vergleich ebenfalls eine hohe Volatilität aufweisen können, die beispielsweise mit den stark schwankungsanfälligen Preisen für Dienstleistungen im Reiseverkehr oder für Bekleidung und Schuhe in Zusammenhang stehen kann. Grundsätzlich spiegelt die jüngste Entwicklung der Kerninflation die aufwärtsgerichteten Effekte des niedrigeren Euro-Wechselkurses im Vergleich zum Jahresbeginn sowie ein leichtes Anziehen der Binnennachfrage wider. Diese wurden jedoch zum Teil durch die indirekten Auswirkungen des in

<sup>1</sup> Ein breites Spektrum an Indikatoren der Kerninflation findet sich in EZB, Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht?, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2015, Juli 2015.

## Abbildung 24

### Nominallöhne und andere Messgrößen des inländisch induzierten Kostendrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



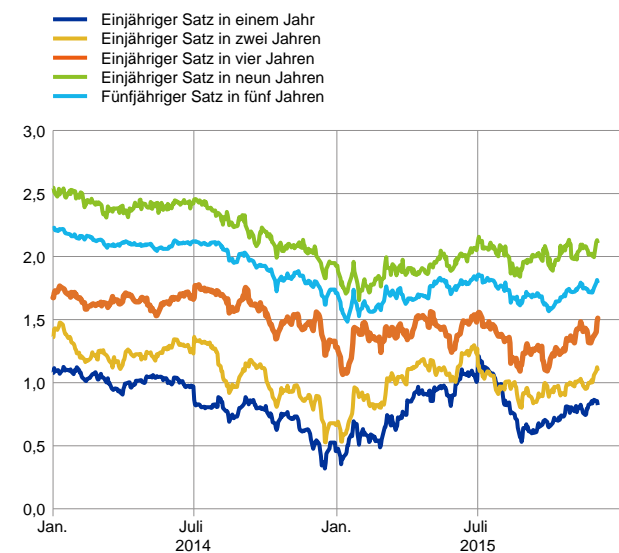
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015. Die Bandbreite umfasst das nominale Arbeitnehmerentgelt je Stunde, das nominale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, die Lohnstückkosten, den BIP-Deflator und den Erzeugerpreisindex für Dienstleistungen.

## Abbildung 25

### Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Dezember 2015.

letzter Zeit beobachteten erneuten Ölpreisrückgangs abgeschwächt.

### Hauptursache für den Aufwärtsdruck auf die Preise sind weiterhin die Einfuhrpreise.

Für die Einfuhrpreise von Konsumgütern ohne Nahrungsmittel werden seit Jahresbeginn nach wie vor solide Jahreswachstumsraten verzeichnet. Allerdings hat sich der Anstieg der entsprechenden Jahresänderungsrate in den letzten Monaten leicht verlangsamt, was auf einen gewissen Abwärtsdruck durch die von Mai bis Ende Oktober 2015 beobachtete Euro-Aufwertung zurückzuführen ist (siehe Abbildung 23). Was die binnenwirtschaftliche Entwicklung betrifft, so lassen die Indikatoren des Preisdrucks bei Konsumgütern ohne Energie weiterhin auf eine schwache Dynamik entlang der Preiskette schließen. Die Jahresänderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel hat sich im gesamten Jahresverlauf um ein Niveau von knapp über null herum bewegt. Die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise insgesamt (ohne Energie und Baugewerbe) hat ebenfalls kürzlich nachgegeben, vor allem weil die Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter auf ihren tiefsten Stand seit März 2014 gefallen sind. Die Umfragedaten für die Vorleistungs- und Verkaufspreise bis November deuten darauf hin, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck auf der Erzeugerpreisebene gedämpft bleiben wird. Mit Blick auf die Zukunft könnte die Abwertung des Euro ab November zu einem Aufwärtsdruck auf die Import- und damit letztlich auf die Erzeugerpreise führen.

### Das Lohnwachstum ist nach wie vor gemäßigt (siehe Abbildung 24).

In den zurückliegenden Jahresvierteln hat sich das Lohnwachstum nur schwach erholt, was möglicherweise nach wie vor auf die beträchtliche Unterauslastung in der Wirtschaft und am Arbeitsmarkt sowie auf die Tatsache zurückzuführen ist, dass die reale Kaufkraft der Löhne durch die niedrigere Teuerung gestiegen ist (siehe Kasten 4 und 5). Im Gegensatz zu den Arbeitskosten trugen die Gewinnmargen in der ersten Jahreshälfte 2015 zur Erhöhung des inländischen Kostendrucks bei. Begünstigt wurde dies möglicherweise durch die moderaten Lohnkosten

sowie die verbesserten Handelsbedingungen im Zusammenhang mit der schwachen Importpreisentwicklung. Insgesamt legte das Wachstum des BIP-Deflators, eines breit gefassten Indikators des inländisch induzierten Inflationsdrucks, im zweiten Quartal 2015 zu.

**Die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen haben sich seit Oktober erhöht, während die umfragebasierten Messgrößen im Großen und Ganzen stabil geblieben sind.**

Während des Sommers war ein Rückgang der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen beobachtet worden; der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren fiel Ende September auf 1,56 % (siehe Abbildung 25). Seit Anfang Oktober haben sich die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen deutlich erhöht, auch in Reaktion auf die Erwartungen der Marktteilnehmer, die mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung im Eurogebiet rechneten. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren erhöhte sich von Ende September bis Anfang Dezember um etwa 25 Basispunkte auf rund 1,8 %. Die umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen (wie sie z. B. dem Survey of Professional Forecasters der EZB und der Prognose von Consensus Economics zu entnehmen sind) sind seit Mitte Oktober weitgehend stabil geblieben.

**Mit Blick auf die Zukunft wird für die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet ein weiterer Anstieg erwartet (siehe Abbildung 20).**

Auf der Grundlage der Mitte November verfügbaren Daten gehen die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum vom Dezember 2015 davon aus, dass die durchschnittliche HVPI-Inflation im laufenden Jahr 0,1 % betragen und 2016 und 2017 auf 1,0 % bzw. 1,6 % steigen wird.<sup>2</sup> Dabei dürfte das Profil der HVPI-Inflation über den Prognosezeitraum hinweg wesentlich von der Entwicklung der Energiepreiskomponente bestimmt werden (siehe Kasten 3). Den Projektionen zufolge werden kräftige aufwärtsgerichtete Basiseffekte zum Jahreswechsel sowie in der zweiten Jahreshälfte 2016 zusammen mit den an den Terminpreisen ablesbaren Ölpreissteigerungen die Energiepreiskomponente der HVPI-Inflationsrate bis 2017 ausgehend von den derzeit negativen Teuerungsraten merklich ansteigen lassen. Gestützt wird die Inflationszunahme auch durch eine schrittweise zulegende Kerninflation, wenn sich die Arbeitsmarktlage weiter verbessert und die Unternehmen mit fortschreitender Wirtschaftserholung an Preissetzungsmacht gewinnen. Zudem dürfte auch die fortgesetzte Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die Verbraucherpreise zu einem Inflationsanstieg beitragen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate leicht nach unten korrigiert.

---

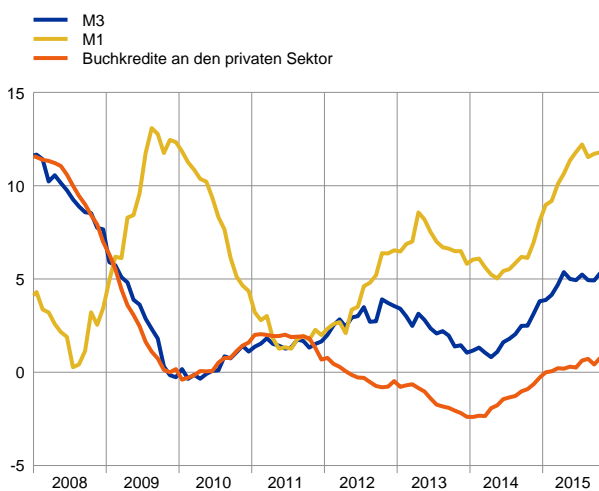
<sup>2</sup> Siehe den Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015“, veröffentlicht am 3. Dezember 2015 auf der Website der EZB.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Während das Geldmengenwachstum weiterhin robust ist, erholt sich die Kreditdynamik nur zögerlich. Die niedrigen Zinssätze, die Auswirkungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) haben zu einer Verbesserung der Geldmengen- und Kreditindikatoren sowie der geldpolitischen Transmission

**Abbildung 26**  
Geldmenge M3 und M1 sowie Buchkredite an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)

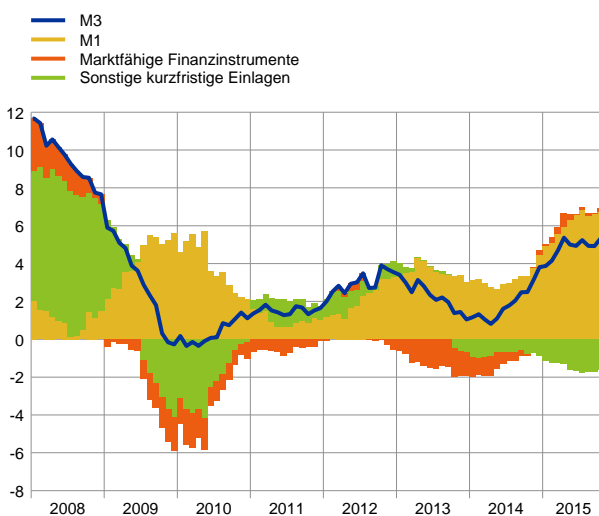


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

**Abbildung 27**  
M3 und Hauptkomponenten von M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beitrag in Prozentpunkten; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

ganz allgemein beigetragen. Die Finanzierungskosten der Banken haben sich in der Nähe ihres historischen Tiefstands eingependelt, nachdem sie zuvor einige Jahre gesunken waren. Die Banken geben ihre gesunkenen Refinanzierungskosten allmählich in Form von niedrigeren Kreditzinsen an ihre Kunden weiter. Während die günstigen Kreditvergabebedingungen die Erholung des Kreditwachstums nach wie vor stützen, haben sich die nationalen Unterschiede im Niveau der Bankkreditzinsen weiter verringert. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheinen sich im dritten Quartal insgesamt stabilisiert zu haben.

### Die jüngsten monetären Daten untermauern die Einschätzung eines robusten Geldmengenwachstums.

Die Jahreswachstumsrate von M3 lag im Oktober bei 5,3 % nach 5,0 % im dritten Quartal 2015 (siehe Abbildung 26). Triebfeder der M3-Dynamik war nach wie vor die eng gefasste Geldmenge M1, die im Oktober – wie bereits im dritten Vierteljahr – ein kräftiges jährliches Wachstum von 11,8 % aufwies. Die aktuelle Entwicklung der eng gefassten Geldmenge steht mit der Aussicht auf eine anhaltende Konjunkturerholung in Einklang.

**Der geldhaltende Sektor konzentriert sich auf täglich fällige Einlagen.** Wie bereits im dritten Quartal leistete M1 im Oktober einen wesentlichen Beitrag zum Wachstum der Geldmenge M3 (siehe Abbildung 27). Das sehr niedrige Zinsniveau begünstigt Anlagen in täglich fällige M3-Einlagen. In der M1-Dynamik spiegeln sich auch Mittelzuflüsse im Zusammenhang mit dem Verkauf von Anleihen des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities durch den geldhaltenden Sektor im Zuge des erweiterten APP wider. Demgegenüber sind die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2-M1) nach wie vor rückläufig und bremsen somit weiterhin das M3-Wachstum. Die marktfähigen Finanzinstrumente (M3-M2) leisteten im Berichtsmonat einen kleinen positiven Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Beide

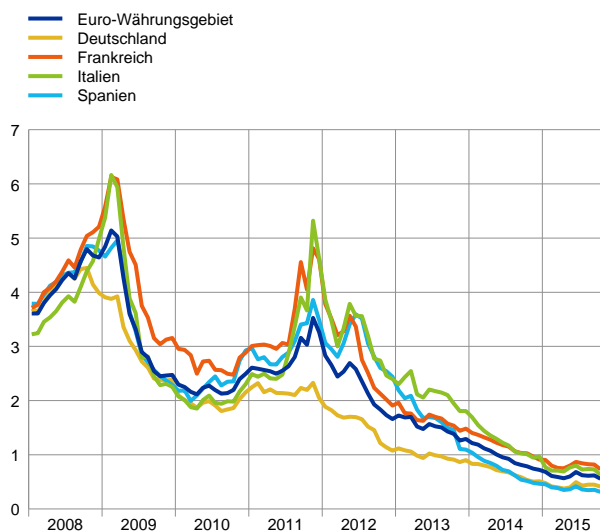
Entwicklungen sind mit der gegenwärtig niedrigen Verzinsung weniger liquider monetärer Anlagen im Zusammenhang zu sehen. Die Entwicklung der marktfähigen Finanzinstrumente gibt die seit Mitte 2014 zu beobachtende Erholung der Haltung von Geldmarktfondsanteilen wieder, deren Erträge sich in Relation zu denen anderer kurzfristiger Vermögenswerte mit ähnlichen Merkmalen verbessert haben.

**Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung bleiben die Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge.** Dies lässt sich zum Teil durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB erklären. Was die Gegenposten betrifft, scheint die M3-Dynamik vor allem von einem Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten und einem steigenden Beitrag der MFI-Kredite bestimmt zu werden, die beide durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB bedingt sind. Die Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) lag im Oktober mit -6,7 % auf ähnlichem Niveau wie im dritten Quartal und somit nach wie vor weit im negativen Bereich. Die Abnahme der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs war teilweise der Attraktivität der GLRGs als Alternative zu einer längerfristigen marktbasierten Bankenrefinanzierung zuzuschreiben, aber auch den Käufen im Rahmen des APP. Vor dem Hintergrund des fortlaufenden Wertpapiererwerbs im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erhöhten sich die Kredite der MFIs an öffentliche Haushalte im Oktober erneut – auch weil das Eurosystem selbst als MFI des Euroraums gilt. Anders als im Zeitraum bis September, als das Eurosystem überwiegend von Gebietsfremden Wertpapiere ankaufte, erwarb es im Berichtsmonat einen wesentlichen Anteil der

Wertpapiere von anderen gebietsansässigen MFIs. Der Beitrag der Kredite an den privaten Sektor zum M3-Wachstum erhöhte sich im Oktober erneut, nachdem dieser Gegenposten die Geldmengendynamik in den vergangenen Jahren am stärksten gebremst hatte. Von der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors ging (auf Jahressicht) weiterhin ein negativer Wachstumsbeitrag aus, da der umfangreiche Überschuss in der Leistungsbilanz des Eurogebiets durch Kapitalabflüsse – einschließlich der Abflüsse im Zusammenhang mit dem PSPP – ausgeglichen wurde.

**Abbildung 28**  
Zusammengesetzte Kosten der  
Fremdfinanzierung von Banken

(zusammengesetzte Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt; in % p. a.)



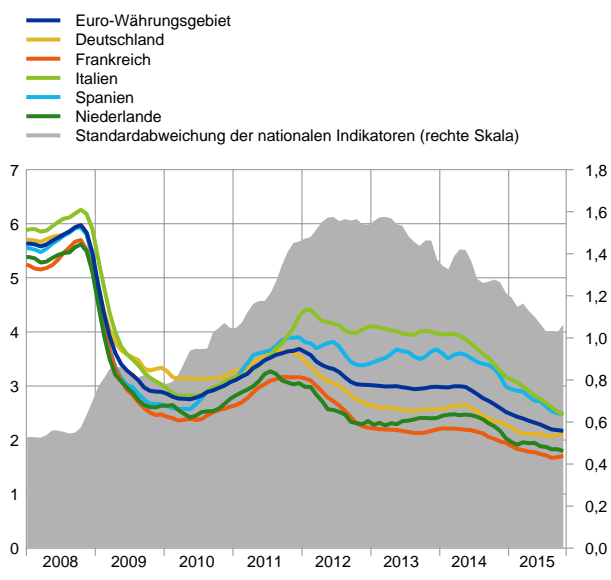
Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die zusammengesetzten Kosten der einlagenbasierten Finanzierung entsprechen dem Durchschnitt aus den Zinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (jeweils im Neugeschäft), gewichtet anhand der entsprechenden Bestände. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

**Die Refinanzierungskosten der Banken liegen weiterhin in der Nähe ihres historischen Tiefstands.** Die zusammengesetzten Fremdfinanzierungskosten der Banken sind vor dem Hintergrund von Nettotilgungen längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten der MFIs seit einigen Jahren rückläufig (siehe Abbildung 28). Hierzu haben das Maßnahmenpaket der EZB zur Förderung der Kreditvergabe und das APP einen wesentlichen Beitrag geleistet. Nach der im Mai beobachteten episodischen Neubewertung stabilisierten sich die Refinanzierungskosten der Banken im dritten Quartal auf niedrigem Niveau. In der

**Abbildung 29**

**Zusammengesetzter Indikator der Kreditkosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

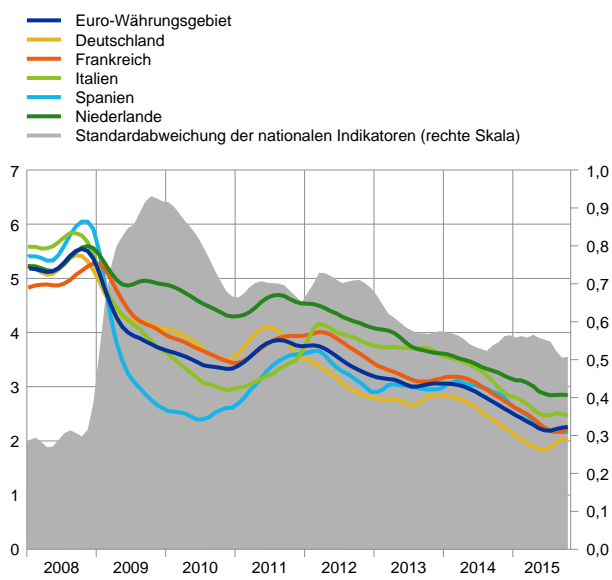


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

**Abbildung 30**

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

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

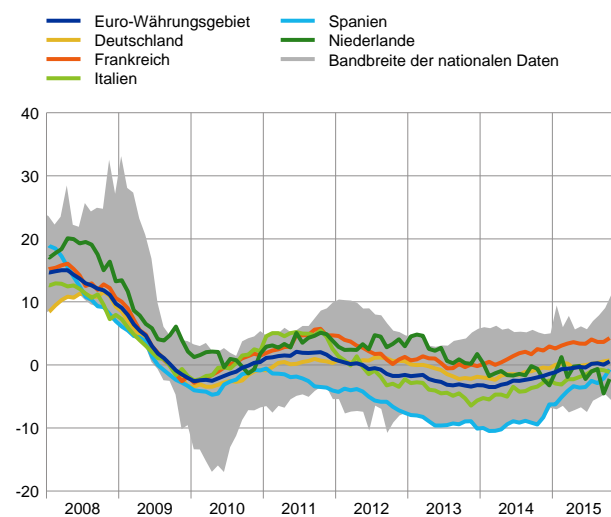


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

**Abbildung 31**

**MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2015 meldeten die Banken einen verbesserten Zugang zur Refinanzierung über alle wesentlichen Finanzmarktinstrumente; lediglich bei den Privatkundeneinlagen wurde eine geringfügige Verschlechterung konstatiert. Bislang gibt es allerdings keine klaren Anzeichen dafür, dass sich die Einlagenkosten der Banken als Reaktion auf die Negativverzinsung der Einlagefazilität der EZB auf negatives Terrain zubewegen.

**Die Kreditzinsen der Banken stabilisierten sich im dritten Quartal auf niedrigem Niveau.** Die nominalen Kosten von Bankkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sind seit Mitte 2014 deutlich gesunken. Seit der Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe durch die EZB im Juni 2014 haben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten in Form von niedrigeren Kreditzinsen an ihre Kunden weitergegeben. Entsprechend sind die zusammengesetzten Kreditkosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte im

Euroraum um 79 bzw. 65 Basispunkte zurückgegangen (siehe Abbildung 29 und 30). Die aktuellen Daten deuten darauf hin, dass sich die Kreditzinsen der Banken im September und Oktober auf niedrigem Niveau stabilisiert haben.

**Die Unterschiede der Bankkreditzinsen in den einzelnen Ländern haben sich zwar weiter verkleinert, sind aber immer noch größer als vor der Krise.**

Diesbezüglich haben das APP und das von der EZB beschlossene Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe dazu beigetragen, dass sich die nationalen Kreditkosten einander erheblich angenähert haben. In den finanziell anfälligen Euro-Ländern haben sich die Bankkreditzinsen besonders stark verringert. Trotz ermutigender angebotsseitiger Verbesserungen im Eurogebiet insgesamt weisen die Kreditrichtlinien jedoch weiterhin eine erkennbare nationale und sektorale Heterogenität auf.

**Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor erholt sich allmählich, ist aber nach wie vor schwach.**

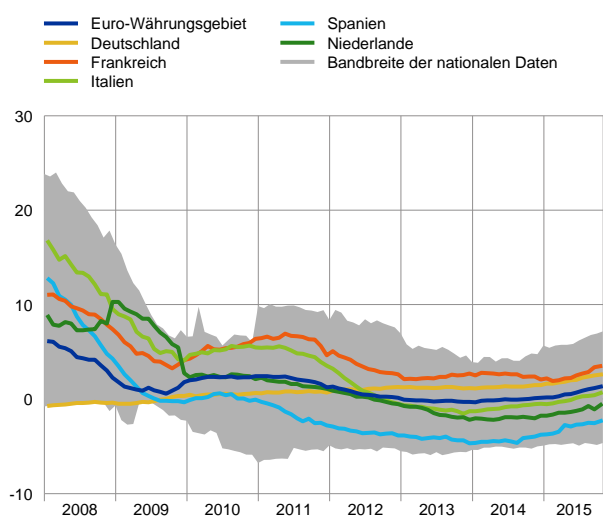
Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im dritten Quartal und im Oktober weiter (siehe Abbildung 26) und ließ sowohl bei den Unternehmen als auch bei den privaten Haushalten eine allmähliche Belebung der Kreditdynamik erkennen. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Zwölfmonatsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften befindet sich seit Jahresbeginn 2015 auf einem langsamen Erholungskurs und lag im Oktober bei 0,6 % (siehe Abbildung 31). Auch die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte entwickelte sich im dritten Jahresviertel und im Oktober positiv (siehe Abbildung 32). Gestützt wurden diese Trends, wie bereits erwähnt, durch den deutlichen Rückgang der Bankkreditzinsen, der seit Sommer 2014 im Euro-Währungsgebiet zu beobachten ist, sowie durch eine Verbesserung

des Angebots an und der Nachfrage nach Bankdarlehen. Trotz dieser positiven Entwicklung wird die Kreditvergabe in einigen Teilen des Euroraums noch immer durch die verhaltene Konjunktorentwicklung, die Konsolidierung der Bankbilanzen und durch relativ restriktive Vergabegrundsätze belastet.

**Abbildung 32**

**MFI-Buchkredite an private Haushalte**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

**Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheinen sich im dritten Quartal 2015 insgesamt stabilisiert zu haben, nachdem in der ersten Jahreshälfte eine weitere Zunahme verzeichnet worden war.**

Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lag im dritten Jahresviertel in etwa auf dem gleichen Niveau wie im ersten Halbjahr 2012 oder im Jahr 2004, bevor die Phase starken Kreditwachstums einsetzte. Die Erholung, die seit Anfang 2014 zu beobachten ist, wurde durch die konjunkturelle Belebung, einen weiteren Rückgang der Kosten für Bankkredite, die Lockerung der Kreditrichtlinien sowie die weiterhin sehr niedrigen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung

unterstützt. Zugleich erhöhten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Bargeldhaltung im dritten Vierteljahr 2015 abermals, sodass diese einen neuen Rekordstand erreichte. Gründe dafür dürften ein möglicher weiterer Anstieg der einbehaltenen Gewinne, geringe Opportunitätskosten und Episoden von Unsicherheit an den Finanzmärkten gewesen sein.

**Die monatlichen Daten zeigen, dass sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im August und September wieder abschwächte, nachdem sie sich im Juli vorübergehend erholt hatte.** Ursächlich hierfür war wahrscheinlich die jüngste Verteuerung der marktbasierter Fremdfinanzierung. Darüber hinaus könnten einige Unternehmen ihre einbehaltenen Gewinne aufgestockt haben, wodurch sich ihr Außenfinanzierungsbedarf verringert hätte. Die jüngste Abschwächung der Wertpapieremission folgte auf eine rege Emissionstätigkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und ihrer Conduits im ersten Quartal 2015 nach der Einführung des PSPP. Auch der Nettoabsatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Unternehmen geriet im August und September erheblich ins Stocken, während er in den Monaten zuvor robust geblieben war.

**Die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dürften sich nach einem Anstieg im dritten Quartal im Oktober und November verringert haben.** Dieser Rückgang hing vor allem mit der Erholung der Aktienkurse und der daraus resultierenden günstigeren Aktienfinanzierung sowie – wenn auch in geringerem Maße – mit den niedrigeren Fremdfinanzierungskosten zusammen. Die Kosten der Eigenfinanzierung und marktbasierter Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lagen im Oktober und November rund 20 bzw. 55 Basispunkte über ihrem im Februar verzeichneten historischen Tiefstand.



## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Die günstige konjunkturelle Entwicklung und niedrige Zinsausgaben dürften sich den Projektionen zufolge nur in einer leichten Verbesserung des Finanzierungssaldos für das Euro-Währungsgebiet niederschlagen. Zugleich wird der Kurs der Finanzpolitik im Jahr 2016 wohl gelockert werden und im Folgejahr dann weitgehend neutral verlaufen. Ursächlich hierfür sind hauptsächlich Steuersenkungen, die in einer Reihe von Mitgliedstaaten zur Unterstützung von Wachstum und Beschäftigung verabschiedet wurden, sowie – in einigen Ländern – der Effekt der Flüchtlingszuwanderung. In der Vorausschau werden viele Staaten zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen unternehmen müssen, um ihre hohe öffentliche Schuldenquote nachhaltig senken zu können.

**Das durchschnittliche Haushaltsdefizit im Eurogebiet dürfte sich in den kommenden beiden Jahren nur leicht verbessern.** Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 zufolge wird die Defizitquote im Euroraum von 2,0 % im Jahr 2015 auf 1,8 % im Jahr 2017 sinken (siehe Tabelle 1). Gegen Ende des Projektionszeitraums dürften nahezu alle Euro-Länder ein Haushaltsdefizit unterhalb des Referenzwerts von 3 % des BIP verzeichnen. Trotz einer etwas expansiveren Haushaltspolitik ab 2016 haben sich die Aussichten für die gesamtstaatliche Defizitquote der kommenden beiden Jahre gegenüber den Projektionen vom September 2015 kaum verändert.

**Tabelle 1**

### Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Einnahmen insgesamt	46,1	46,6	46,8	46,5	46,1	45,8
b. Ausgaben insgesamt	49,7	49,6	49,4	48,5	48,1	47,7
<i>Darunter:</i>						
c. Zinsausgaben	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2
d. Primärausgaben (b - c)	46,7	46,8	46,7	46,1	45,8	45,5
Finanzierungssaldo (a - b)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8
Primärsaldo (a - d)	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,3
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-3,5	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,9
Struktureller Finanzierungssaldo	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9
Bruttoverschuldung	89,3	91,1	92,1	91,1	90,1	88,9
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	-0,8	-0,2	0,9	1,5	1,7	1,9

Quellen: Eurostat und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015.

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat (einschließlich der Daten für Litauen vor 2015). Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

**Die erwartete Defizitsenkung wird im Wesentlichen von der günstigen konjunkturellen Entwicklung und niedrigeren Zinsausgaben getragen.** In einigen Ländern wird die Verbesserung der Haushaltspositionen auch darauf zurückzuführen sein, dass im Jahr 2015 einmalige, etwa zur Stützung des Finanzsektors ergriffene Maßnahmen ausgelaufen sind. Diese defizitmindernden Faktoren werden teilweise durch Konjunkturpakete aufgewogen, die in einer Reihe von Ländern zur Stimulierung von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung verabschiedet wurden und unter anderem erhebliche Steuersenkungen im Jahr 2016 beinhalten. So planen die Niederlande im Rahmen ihrer fiskalpolitischen Stimulierung, die Belastung der privaten Haushalte durch direkte

Steuern zu verringern. In Italien wird die Regierung die Immobiliensteuer auf selbstgenutztes Wohneigentum mit Wirkung ab dem Jahr 2016 abschaffen und den Körperschaftsteuersatz sowie – vorübergehend – die Sozialversicherungsbeiträge senken. Diese Maßnahmen werden teilweise durch niedrigere Konsumausgaben des Staates gegenfinanziert. In Spanien werden 2016 die deutlichen Senkungen der Einkommen- und Körperschaftsteuer des Vorjahres ihre Wirkung entfalten. Auch Österreich beabsichtigt, ab 2016 die direkten Steuern für private Haushalte zu verringern; dies geschieht im Zuge einer Steuerreform, die auch Mehrwertsteuererhöhungen umfasst. Belgien plant ebenfalls, ab 2016 die Einkommensteuer und die Sozialversicherungsbeiträge zu reduzieren. Gleichzeitig sollen aber im Rahmen der Haushaltskonsolidierung die Staatsausgaben gekürzt und die indirekten Steuern erhöht werden, was die erstgenannten Maßnahmen mehr als ausgleichen wird. In Irland dürften die im Haushaltsentwurf 2016 vorgesehenen expansiven finanzpolitischen Maßnahmen den vor dem Hintergrund eines günstigen gesamtwirtschaftlichen Umfelds stattfindenden Rückgang der Defizitquote schmälern.

**Die Flüchtlingszuwanderung dürfte die Haushaltspositionen einiger Staaten beeinträchtigen.** Die unmittelbare Haushaltswirkung der Flüchtlingsmigration wird wohl in den primär betroffenen Zielländern zu beobachten sein, während die Haushaltsbelastungen für die Transitländer des Euroraums voraussichtlich gering ausfallen werden. Die fiskalischen Kosten ergeben sich vor allem aus Geldleistungen für Flüchtlinge und gestiegenen Konsumausgaben des Staates, beispielsweise infolge der höheren Personalausgaben sowie der Unterbringungskosten. Im Zuge der Haushaltsplanungen 2016 wurden für einige Länder Schätzungen zu den potenziellen Flüchtlingskosten veröffentlicht, die jedoch mit großer Unsicherheit behaftet sind. Für 2016 werden die geschätzten Haushaltsmehrbelastungen in Relation zum BIP mit 0,35 % (Österreich), 0,2 % (Italien und Deutschland) bzw. 0,1 % (Belgien und Slowenien) beziffert.<sup>1</sup>

**Die Verbesserung des strukturellen Finanzierungssaldos dürfte ins Stocken geraten.** Der finanzpolitische Kurs im Euroraum – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Saldos nach Abzug der Staatshilfen für den Finanzsektor – dürfte 2016 gelockert werden und 2017 weitgehend neutral verlaufen. Den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2015 zufolge wird das strukturelle Haushaltsdefizit 2016 aufgrund der in einigen Staaten geplanten Verringerung der Abgabenbelastung sowie der Ausgaben im Zusammenhang mit der Flüchtlingszuwanderung um 0,2 Prozentpunkte auf 1,9 % des BIP ansteigen und im Folgejahr auf diesem Stand bleiben. Auch gegenüber den Projektionen vom September 2015, in denen für 2016 noch mit einem weitgehend neutralen finanzpolitischen Kurs gerechnet wurde, ergibt sich somit eine Kurslockerung.

**Die öffentliche Verschuldung ist auf Ebene des Euroraums rückläufig, aber nach wie vor hoch.** So wird erwartet, dass sich die Schuldenquote im Eurogebiet – ausgehend von ihrem Spitzenwert von 92,1 % im Jahr 2014 – bis Ende 2017 auf 88,9 % verringern wird. Die nun projizierte Senkung der

---

<sup>1</sup> Siehe hierzu auch EZB, Die Auswirkungen des Flüchtlingszustroms auf die Wirtschaft des Eurogebiets, Kasten 2, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2015.

Staatsschulden, die marginal höher ausfällt als in den Projektionen vom September 2015, steht im Zeichen einer günstigen Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials und der Primärüberschüsse. Ferner werden auch negative Deficit-Debt-Adjustments, in denen sich unter anderem Privatisierungserlöse und ein Abbau von Liquiditätsreserven widerspiegeln, zu einer Verbesserung der voraussichtlichen Verschuldungsentwicklung beitragen. In einigen Ländern jedoch dürfte die Staatsverschuldung im Verlauf des Projektionszeitraums weiter ansteigen. Angesichts des in vielen Euro-Ländern nach wie vor erhöhten Schuldenstands bedarf es zusätzlicher Konsolidierungsanstrengungen, um die Schuldenquote nachhaltig zu senken. Die Eindämmung der Risiken für die Tragfähigkeit der Verschuldung ist daher mit Blick auf die erheblichen langfristigen Herausforderungen, die sich aus der Bevölkerungsalterung und den steigenden Ausgaben im Gesundheitswesen und der Pflegeversicherung ergeben, von besonderer Bedeutung.

**Die laut Projektionen geringere strukturelle Haushaltskonsolidierung dürfte dazu führen, dass die Haushaltsergebnisse deutlicher als zuvor hinter den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) zurückbleiben werden.**

Die Regierungen müssen ihren finanzpolitischen Kurs sorgfältig kalibrieren, um die richtige Balance zwischen der Senkung der hohen Staatsverschuldung und einer Beeinträchtigung der Konjunkturerholung zu finden, und dabei sicherstellen, dass die Bestimmungen des SWP eingehalten werden. Die am 18. November veröffentlichten Übersichten über die Haushaltsplanung 2016 lassen indes darauf schließen, dass viele Euro-Länder nur unzureichende strukturelle Anpassungen vornehmen werden. Es kommt entscheidend darauf an, dass die im verstärkten fiskalischen Regelwerk vorgesehenen Frühwarn- und Korrekturinstrumente vollständig und konsequent angewandt werden (siehe Kasten 7). Insbesondere Staaten mit einem hohen Schuldenstand sollten Fortschritte auf dem Weg zu ihrem mittelfristigen Haushaltsziel erreichen.

**Die Haushaltsdisziplin sollte durch wachstumsfördernde Strukturreformen ergänzt werden.**

Weitreichende strukturelle Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten sind erforderlich, um die Aussichten für das Potenzialwachstum der Volkswirtschaften im Euroraum zu verbessern und zu einer Senkung der Schuldenstände beizutragen. Darüber hinaus müssen die Steuersysteme zahlreicher Euro-Länder wachstumsfreundlicher ausgestaltet werden. Eine Verringerung des Steuer- und Abgabenkeils im Bereich des Arbeitsmarkts kann sich beispielsweise vor allem in der kurzen Frist positiv auf Wachstum und Beschäftigung auswirken, allerdings kein vollwertiger Ersatz für strukturelle Arbeitsmarktreformen sein. Die Europäische Kommission ruft in ihren länderspezifischen Empfehlungen regelmäßig dazu auf, die steuerliche Belastung des Faktors Arbeit zu verringern und Arbeitsmarktreformen durchzuführen, doch bislang waren hier nur recht begrenzte Fortschritte zu verzeichnen.

# Kasten 1

## Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 22. Juli bis zum 27. Oktober 2015

**Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres erörtert, die vom 22. Juli bis zum 8. September 2015 bzw. vom 9. September bis zum 27. Oktober 2015 dauerten.** Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen in diesem Zeitraum unverändert bei 0,05 %, 0,30 % bzw. -0,20 %.<sup>1</sup> Am 30. September 2015 wurden im Rahmen des fünften gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) 15,5 Mrd € zugeteilt (gegenüber 73,8 Mrd € bei dem vorangegangenen Geschäft im Juni). Damit lag der Gesamtzuteilungsbetrag der ersten fünf GLRGs bei 399,6 Mrd €. <sup>2</sup> Darüber hinaus setzte das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities im geplanten Umfang von 60 Mrd € pro Monat fort.<sup>3</sup>

### Liquiditätsbedarf

**Im Berichtszeitraum belief sich der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – auf 646,5 Mrd €; er hat sich somit gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (d. h. der dritten und vierten Reserveperiode des laufenden Jahres) um 38,4 Mrd € erhöht.** Grund hierfür waren im Wesentlichen die durchschnittlichen autonomen Faktoren, die um 36,7 Mrd € auf 533,5 Mrd € stiegen (siehe Tabelle).

**Die Zunahme der autonomen Faktoren war hauptsächlich das Ergebnis eines Rückgangs der durchschnittlichen liquiditätszuführenden Faktoren, d. h. der Nettoforderungen in Fremdwährung und in Euro.** Die Nettoforderungen in Fremdwährung beliefen sich im Schnitt auf 623,2 Mrd € und lagen damit 26,5 Mrd €

<sup>1</sup> Die HRGs wurden weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Gleiches galt auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit einer Laufzeit von drei Monaten. Die Zinssätze für diese LRGs entsprachen dem durchschnittlichen Zinssatz der während der Laufzeit des jeweiligen Geschäfts durchgeführten HRGs. Die GLRGs wurden ebenfalls nach wie vor als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt, wobei der Zinssatz dem Hauptrefinanzierungssatz entsprach.

<sup>2</sup> Einzelheiten zu den Zuteilungen im Rahmen der GLRGs finden sich in den entsprechenden Kästen in vorangegangenen Ausgaben des Monats- bzw. Wirtschaftsberichts der EZB oder auf der EZB-Website unter: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html)

<sup>3</sup> Ausführliche Informationen zum erweiterten APP stehen auf der Website der EZB zur Verfügung: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html)

## Liquiditätslage im Eurosystem

	22. Juli - 27. Oktober 2015		22. April - 21. Juli 2015		Sechste Erfüllungs- periode		Fünfte Erfüllungs- periode	
<b>Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)</b>								
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>1 675,7</b>	<b>(-14,6)</b>	<b>1 690,3</b>	<b>1 692,8</b>	<b>(+34,2)</b>	<b>1 658,6</b>	<b>(-37,6)</b>	
Banknotenumlauf	1 053,9	(+19,4)	1 034,5	1 052,4	(-2,9)	1 055,3	(+12,6)	
Einlagen öffentlicher Haushalte	79,3	(-6,3)	85,6	95,2	(+31,8)	63,4	(-32,9)	
Sonstige autonome Faktoren	542,5	(-27,7)	570,2	545,2	(+5,4)	539,8	(-17,3)	
<b>Geldpolitische Instrumente</b>								
Guthaben auf Girokonten	446,9	(+107,5)	339,4	465,3	(+36,9)	428,4	(+47,0)	
Mindestreserve-Soll	113,0	(+0,9)	111,2	113,2	(+0,5)	112,7	(+0,5)	
Einlagefazilität	150,4	(+49,1)	101,3	152,8	(+4,7)	148,0	(+45,0)	
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)</b>								
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>1 142,5</b>	<b>(-51,3)</b>	<b>1 193,8</b>	<b>1 135,7</b>	<b>(-13,6)</b>	<b>1 149,3</b>	<b>(-33,9)</b>	
Nettoforderungen in Fremdwährung	623,2	(-26,5)	649,8	619,1	(-8,3)	627,4	(-15,5)	
Nettoforderungen in Euro	519,3	(-24,8)	544,1	516,7	(-5,2)	521,9	(-18,4)	
<b>Geldpolitische Instrumente</b>								
Offenmarktgeschäfte	1 130,4	(+193,2)	937,2	1 175,5	(+90,2)	1 085,3	(+87,8)	
Tendergeschäfte	533,4	(+20,2)	513,2	532,3	(-2,2)	534,5	(+8,8)	
HRGs	71,3	(-18,4)	89,7	70,2	(-2,2)	72,4	(-10,1)	
LRGs mit Sonderlaufzeit	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Dreimonatige LRGs	73,6	(-16,9)	90,5	69,2	(-8,9)	78,1	(-5,7)	
Dreijährige LRGs	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Gezielte LRGs (GLRGs)	388,5	(+55,5)	333,0	393,0	(+8,9)	384,1	(+24,6)	
Outright-Geschäfte	597,0	(+173,0)	424,0	643,2	(+92,4)	550,8	(+79,0)	
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	22,2	(-2,2)	24,4	21,9	(-0,6)	22,5	(-0,8)	
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 2 (CBPP2)	10,5	(-0,6)	11,1	10,4	(-0,3)	10,7	(-0,1)	
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 3 (CBPP3)	114,9	(+27,8)	87,1	122,3	(+14,8)	107,6	(+12,4)	
Programme für die Wertpapiermärkte (SMP)	128,5	(-8,2)	136,6	127,1	(-2,7)	129,8	(-4,8)	
Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	11,9	(+4,4)	7,5	13,2	(+2,5)	10,7	(+1,9)	
Programme zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	308,9	(+151,6)	157,4	348,3	(+78,6)	269,6	(+70,5)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,4	(+0,2)	0,2	0,1	(-0,5)	0,6	(+0,3)	
<b>Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)</b>								
Aggregierter Liquiditätsbedarf	646,5	(+38,4)	608,0	670,7	(+48,5)	622,2	(-3,4)	
Autonome Faktoren <sup>1)</sup>	533,5	(+36,7)	496,8	557,5	(+48,0)	509,5	(-3,8)	
Überschussliquidität	483,9	(+154,7)	329,2	504,8	(+41,6)	463,1	(+91,3)	
<b>Zinsentwicklung (in %)</b>								
HRGs	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Einlagefazilität	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
EONIA (Durchschnitt)	-0,130	(-0,022)	-0,107	-0,139	(-0,018)	-0,121	(-0,002)	

Quelle: EZB.

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

1) Einschließlich des Postens „schwebende Verrechnungen“.

unter dem Stand des vorangegangenen Betrachtungszeitraums, da die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Berichtszeitraum zu einem Wertverlust dieser Position führte. Die Nettoforderungen in Euro betragen durchschnittlich 519,3 Mrd € und somit 24,8 Mrd € weniger als im Vergleichszeitraum. Ursächlich hierfür war ein wertmäßiger Rückgang von Finanzanlagen, die vom Eurosystem für nichtgeldpolitische Zwecke gehalten wurden, sowie die Zunahme der Verbindlichkeiten nationaler Zentralbanken gegenüber ausländischen Instituten. Zuvor hatten diese Institute ihre Bargeldbestände beim Eurosystem erheblich

abgebaut, um die Negativverzinsung zu vermeiden. Im Berichtszeitraum stockten sie ihre Bestände jedoch – vermutlich aufgrund der sinkenden Zahl attraktiver Alternativen am Markt – wieder auf.

**Die Liquiditätsabschöpfenden Faktoren verringerten sich im Beobachtungszeitraum aufgrund eines Rückgangs der sonstigen autonomen Faktoren, der nur zum Teil durch den saisonüblichen Anstieg des Banknotenumlaufs im Sommer aufgefangen wurde.** Die sonstigen autonomen Faktoren beliefen sich auf durchschnittlich 542,5 Mrd € und gingen damit gegenüber dem vorherigen Betrachtungszeitraum um 27,7 Mrd € zurück, was in erster Linie einem Abbau der Ausgleichsposten aus Neubewertung zuzuschreiben war. Überdies trugen auch die durchschnittlichen Einlagen öffentlicher Haushalte, die um 6,3 Mrd € auf 79,3 Mrd € sanken, zum Rückgang des Liquiditätsbedarfs bei. Die staatlichen Einlagen setzten damit den allgemeinen Abwärtstrend fort, der im September 2014 eingesetzt hatte, als der Zinssatz für die Einlagefazilität auf -0,20 % gesenkt worden war. Hierdurch wurde der Anstieg im vorherigen Berichtszeitraum, als die Schatzämter bei der Platzierung von Geldern am Markt wenig Alternativen hatten, teilweise wieder ausgeglichen. Der Rückgang im Beobachtungszeitraum hing damit zusammen, dass einige Schatzämter bereit waren, niedrigere Zinsen bei der Platzierung ihrer Überschussliquidität am Markt zu akzeptieren. Andererseits nahm der Banknotenumlauf entsprechend dem üblichen saisonalen Muster im Sommer zu und glich damit die Verringerung der sonstigen liquiditätsabsorbierenden Faktoren teilweise aus. Der Banknotenumlauf belief sich im Berichtszeitraum auf durchschnittlich 1 053,9 Mrd € und war damit 19,4 Mrd € höher als im Vergleichszeitraum.

**Die Volatilität der autonomen Faktoren blieb unterdessen erhöht.** Zurückzuführen war sie im Wesentlichen auf erhebliche Schwankungen bei den Einlagen öffentlicher Haushalte sowie auf die vierteljährliche Neubewertung der Nettoforderungen in Fremdwährung und der Nettoforderungen in Euro. Die Volatilität war jedoch geringer als im vorherigen Bezugszeitraum, wenngleich sich das Niveau der autonomen Faktoren tendenziell weiter erhöhte.

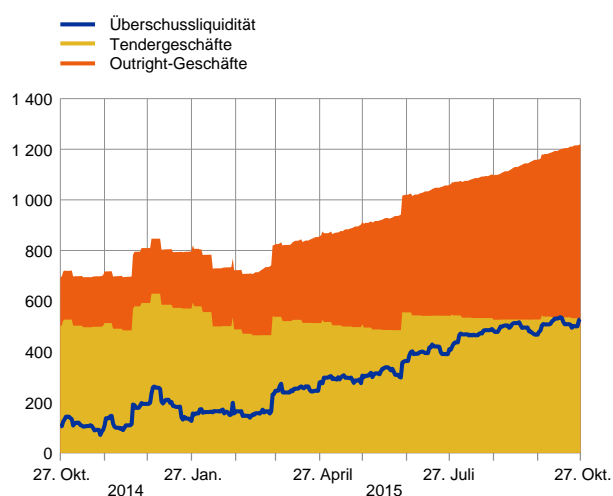
**Der durchschnittliche absolute Fehler bei den wöchentlichen Schätzungen der autonomen Faktoren lag im Berichtszeitraum unverändert bei 6,4 Mrd € und ergab sich hauptsächlich aus Prognosefehlern bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte.** Diese gingen zwar etwas zurück, blieben aber dennoch die Hauptfehlerquelle, da es angesichts der zunehmend negativen kurzfristigen Geldmarktzinsen und der hohen Überschussliquidität nach wie vor schwierig war, die Anlageaktivitäten der Schatzämter vorherzusehen.

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (Tenderoperationen und Outright-Käufe) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich um 193,2 Mrd € auf 1 130,4 Mrd € (siehe Abbildung).** Outright-Käufe waren für 90 % dieses Anstiegs verantwortlich und wurden vor allem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) durchgeführt.

## Entwicklung der geldpolitischen Instrumente und der Überschussliquidität

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

**Über Tendergeschäfte wurden – vornehmlich durch die GLRGs – im Schnitt 20,2 Mrd € mehr zugeteilt als im vorherigen Betrachtungszeitraum; die Gesamtzuteilungssumme betrug somit 533,4 Mrd €.**

Die durchschnittlich über HRGs und dreimonatige LRGs bereitgestellte Liquidität sank um 18,4 Mrd € bzw. 16,9 Mrd €. Allerdings wurde dieser Rückgang durch die durchschnittliche Liquiditätszuteilung über die GLRGs mehr als aufgewogen, denn diese erhöhte sich um 55,5 Mrd € auf 388,5 Mrd €. Diese Zunahme entfiel zeitlich hauptsächlich auf die fünfte Mindestreserve-Erfüllungsperiode, da das im Juni zugeteilte Geschäft deutlich stärker in Anspruch genommen wurde als das Geschäft im September.

**Der über geldpolitische Outright-Geschäfte im Schnitt zugeführte Liquiditätsbetrag kletterte um 173,0 Mrd € auf 597,0 Mrd €, was in erster Linie dem PSPP geschuldet war.** Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit dem PSPP, dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter

Schuldverschreibungen (CBPP3) und dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) stieg um 151,6 Mrd €, 27,8 Mrd € bzw. 4,4 Mrd € und machte damit die Rückzahlung von Anleihen in den Portfolios des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) und der ersten beiden CBPPs mehr als wett.

## Überschussliquidität

**Infolge der beschriebenen Entwicklungen erhöhte sich die durchschnittliche Überschussliquidität im Berichtszeitraum um weitere 154,7 Mrd € auf 483,9 Mrd € (siehe Abbildung).** Der Großteil dieses Anstiegs wurde in der fünften Reserveerfüllungsperiode verzeichnet, als der durchschnittliche Liquiditätsüberschuss aufgrund der praktisch unveränderten autonomen Faktoren um 91,3 Mrd € anwuchs. In der sechsten Erfüllungsperiode war die Zunahme mit 41,6 Mrd € weniger ausgeprägt. Grund für die relativ moderate Steigerung waren in erster Linie gestiegene autonome Faktoren, durch die die fortgesetzten Ankäufe im Rahmen des APP teilweise absorbiert wurden. Dies ist ein weiterer Beleg dafür, dass sich die Volatilität der autonomen Faktoren auf die Entwicklung der Überschussliquidität auswirkt.

**Die höhere Überschussliquidität kam vor allem in einer Zunahme der beim Eurosystem im Schnitt gehaltenen Giroguthaben der Banken zum Ausdruck, die im Berichtszeitraum um 107,5 Mrd € auf 446,9 Mrd € stiegen.** Diese Zunahme war relativ gleichmäßig über die beiden Mindestreserve-Erfüllungsperioden verteilt; so erhöhten sich die durchschnittlichen Giroguthaben in der fünften Erfüllungsperiode um 47,0 Mrd € und in der sechsten um 36,9 Mrd €. Die durchschnittliche Nutzung der Einlagefazilität nahm ebenfalls zu, wenn auch nicht ganz so stark, nämlich um 49,1 Mrd € auf 150,4 Mrd €.

## Zinsentwicklung

**Wie im vorangegangenen Berichtszeitraum gaben die Zinsen am Geldmarkt unter dem Einfluss der kontinuierlich ansteigenden Überschussliquidität und der zunehmenden Akzeptanz von Geschäften mit negativer Verzinsung weiter nach.** Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA im Schnitt bei -0,130 % nach -0,107 % im Vergleichszeitraum. Der Rückgang fiel in der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten aus, als der EONIA bei durchschnittlich -0,139 % und damit 0,018 Prozentpunkte unter dem Stand der fünften Erfüllungsperiode lag. Im besicherten Segment verringerten sich die Tagesgeldsätze auf ein Niveau in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität. Die Zinssätze bestimmter als Sicherheiten dienender Wertpapiere<sup>4</sup> fielen sogar unter den Einlagesatz. Die durchschnittlichen Übernachtsätze für Repogeschäfte bei GC Pooling<sup>5</sup> für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb gaben im Vergleich zum vorangegangenen Betrachtungszeitraum um 0,007 bzw. 0,014 Prozentpunkte auf -0,187 % bzw. -0,184 % nach.

---

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise die RepoFunds Rate unter: [www.repofundsrate.com](http://www.repofundsrate.com)

<sup>5</sup> GC Pooling ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.



## Kasten 2

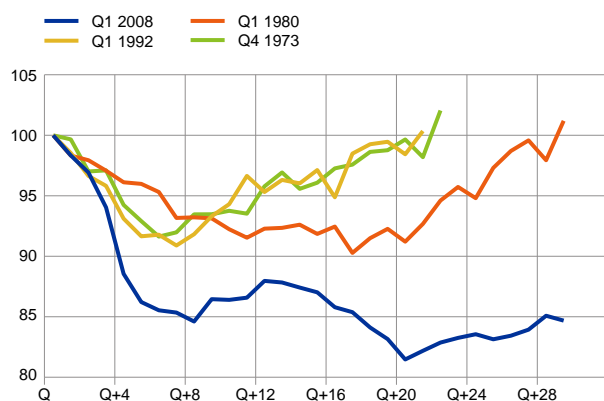
# Was sind die Gründe für die geringen Investitionen im Euro-Währungsgebiet? Ergebnisse einer Umfrage unter großen Unternehmen im Euroraum

**Trotz der anhaltenden konjunkturellen Erholung im Euro-Währungsgebiet weisen die Investitionen verglichen mit dem Vorkrisenstand nach wie vor ein niedriges Niveau und gegenüber vergleichbaren Phasen in der Vergangenheit ein sehr schwaches Wachstum auf (siehe Abbildung A). Bis zu einem gewissen**

### Abbildung A

#### Investitionen im Euro-Währungsgebiet in Erholungsphasen

(Index: Höchststand vor der Krise = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Q bezieht sich auf den im jeweiligen Zeitraum verzeichneten Höchststand vor der Krise. Die auf der x-Achse dargestellten Werte geben die Anzahl der Quartale an, die es dauerte, bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht wurde, und liefern einen Vergleich mit der jüngsten Krise.

Grad ist die zögerliche Erholung der Investitionen im Eurogebiet darauf zurückzuführen, dass die Krise noch immer nicht überwunden ist und die Produktionsleistung ihr Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht hat.

Darüber hinaus gibt es aber weitere Faktoren, die die Investitionstätigkeit im Euroraum in unterschiedlichem Maße und zu unterschiedlichen Zeiten beeinträchtigt haben. Diese Faktoren betreffen den Zugang zu Finanzmitteln, allgemeine geschäftsspezifische Bedenken aufgrund der Nachfragebedingungen, die Wachstumsaussichten sowie allgemeine Beschränkungen auf Unternehmensebene, die allesamt die Anreize für Investitionen verringern. Im Folgenden werden die Ergebnisse einer einmalig durchgeführten Ad-hoc-Umfrage unter führenden Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zum Stand der Investitionen und zu den Investitionshemmnissen zusammengefasst.

#### **Tabelle A veranschaulicht, wie sich die 74 eingegangenen Antworten verteilen und wie repräsentativ sie sind.<sup>1</sup>**

Von den Umfrageteilnehmern stammen 31 aus der Industrie im weiteren Sinne (darunter drei Erzeuger und Verarbeiter landwirtschaftlicher Produkte), 13 aus dem Baugewerbe und damit verbundenen Bereichen und 30 aus dem Dienstleistungssektor (darunter Einzelhandel und Verkehr, unternehmensbezogene Dienstleistungen und verbrauchernahe Dienstleistungen). Ein Abgleich mit den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigt, dass auf diese 74 Unternehmen zusammengenommen im Jahr 2014 rund 2,5 % aller Beschäftigten und 3 % der

<sup>1</sup> Bei dieser Investitionsumfrage handelte es sich um eine papiergestützte Erhebung, die direkt per E-Mail an die Finanzvorstände einer Auswahl großer Unternehmen im Euroraum übermittelt wurde. Anhand einer Kombination aus geschlossenen und offenen Fragen wurden Angaben erbeten zu den Investitionsplänen und der Investitionsstrategie für 2015, zu aktuellen und zukünftigen Investitionsvorhaben sowie zu bestehenden Beschränkungen und politischen Maßnahmen, die längerfristig zu mehr Investitionen im Eurogebiet beitragen bzw. diese fördern könnten.

**Tabelle A**

Zusammenfassende Statistik aus der Ad-hoc-Investitionsumfrage

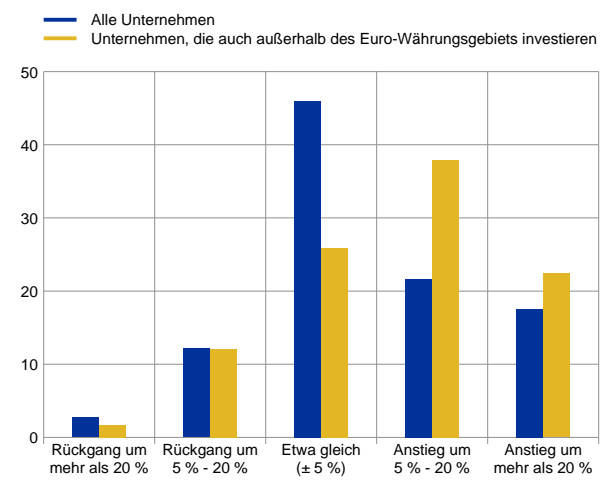
	Umfrageteilnehmer		Anteil an der Gesamtwirtschaft in %
Beschäftigung (in Tsd)	3 770		2,5 %
Investitionen (in Mio €)	35 145		3,0 %
Aufschlüsselung nach Sektoren	Anzahl	Anteil an der Umfrage in %	Anteil an der Wertschöpfung in %
Industrie ohne Baugewerbe	31	42 %	28 %
Baugewerbe <sup>1)</sup>	13	18 %	23 %
Dienstleistungen	30	41 %	49 %
<i>Davon:</i>			
<i>Zwischen Unternehmen</i>	11	15 %	22 %
<i>Zwischen Unternehmen und Verbrauchern</i>	19	26 %	27 %

Quellen: Investitionsumfrage, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Bei den Daten zur Anzahl der Beschäftigten und zum Investitionsbudget für 2014 handelt es sich um Eigenangaben der Umfrageteilnehmer. Der Anteil an der Wertschöpfung bezieht sich auf die gewerbliche Wirtschaft ohne Finanzsektor, öffentlichen Sektor und Landwirtschaft. Die Industrie ohne Baugewerbe umfasst auch die nahrungsmittelverarbeitende Industrie und landwirtschaftliche Erzeuger.  
1) Einschließlich Grundstücks- und Wohnungswesen.

**Abbildung B**

Investitionspläne großer Unternehmen im Jahr 2015 gegenüber 2014

(in % der befragten Unternehmen)



Quellen: Investitionsumfrage und EZB-Berechnungen.

gesamten privaten Investitionsausgaben (ohne Wohnungsbau) entfielen.

**Den Umfrageteilnehmern zufolge haben sich die Investitionsbudgets im Zeitraum von 2014 bis 2015 insgesamt erhöht (siehe Abbildung B).**

Gleichwohl blieben sie angesichts des anhaltend moderaten Wachstums im Euroraum bei nahezu der Hälfte der Befragten weitgehend unverändert. Bei den Unternehmen, die auch außerhalb des Eurogebiets investierten (mehr als zwei Drittel), waren typischerweise auch die Investitionsraten außerhalb des Euroraums höher (siehe die gelben Balken in Abbildung B); dies gilt insbesondere für große multinationale Unternehmen, die im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe tätig sind. Nach Angaben der Umfrageteilnehmer wurde vor allem in Schwellenländer sowie in Industrieländer außerhalb der EU investiert, was auf anhaltende Bedenken hinsichtlich der potenziellen Renditen im Euroraum und in der EU insgesamt schließen lässt.

**Der mit Abstand größte Teil der Investitionsbudgets entfiel auf Ausgaben für längerfristige Anlagegüter, während ein deutlich geringerer Anteil für Forschung und Entwicklung (F&E) oder für Investitionen in immaterielle Anlagegüter ausgegeben wurde (siehe Tabelle B).** Bei der

Frage nach der Zweckbestimmung der Investitionen gaben 71 % der Unternehmen an, mehr als 60 % ihrer Investitionsbudgets für längerfristige Anlagegüter aufzuwenden; bei den Firmen, die hauptsächlich in F&E oder in immaterielle Anlagegüter investierten, waren es lediglich 7 %. Unternehmen, die massiv in F&E investierten, taten dies üblicherweise in dem Bestreben, neue Technologien zur Verbesserung der Produktionskapazitäten zu entwickeln, strenge Umweltstandards oder regulatorische Vorgaben einzuhalten oder geistige Eigentumsrechte zu schützen.

**Die Investitionsausgaben für längerfristige**

**Anlagegüter konzentrierten sich im Allgemeinen auf Ersatzinvestitionen und weniger auf verbesserte Technologien (siehe Abbildung C).** Rund 41 % dieser Ausgaben entfielen den Angaben der Unternehmen zufolge auf den Ersatz des bestehenden Kapitalstocks und wurden nicht für Investitionen in neue oder fortgeschrittene Technologien eingesetzt. Bei den Unternehmen mit hohem Investitionsvolumen (siehe die gelben Balken in Abbildung C, die für Firmen stehen, die ihre Investitionen im Jahr 2015 um mindestens 20 % gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet haben) fiel der Anteil der für „verbesserte Technologien“ und

**Tabelle B****Aufschlüsselung der Investitionsausgaben nach Kategorien**

(in % der befragten Unternehmen)

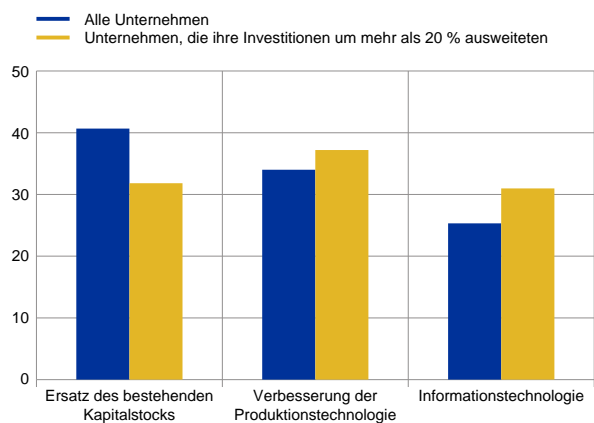
	< 30 %	30 % - 60 %	> 60 %
Ausgaben für längerfristige Anlagegüter	10 %	19 %	71 %
Forschung und Entwicklung	72 %	22 %	7 %
Sonstige (z. B. immaterielle Anlagegüter)	84 %	12 %	4 %

Quellen: Investitionsumfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

**Abbildung C****Aufschlüsselung der Ausgaben für längerfristige Anlagegüter nach Anlageformen**

(durchschnittlicher Anteil an den Ausgaben befragter Unternehmen in %)



Quellen: Investitionsumfrage und EZB-Berechnungen.

IT-Ausrüstung bestimmten Investitionen in der Regel etwas größer aus. Höhere Ausgaben für verbesserte Technologien dienten jedoch in vielen Fällen eher dem Ziel der Kostensenkung und der Steigerung des Produktivitätswachstums als einer Verbesserung der Produktentwicklung oder einer Anpassung der Produktion.

**Zu hohe Finanzierungskosten oder ein eingeschränkter Zugang zu Finanzmitteln wurden von den Unternehmen nur selten als wesentliche Investitionshemmnisse angegeben (siehe Abbildung D).**<sup>2</sup> Insgesamt wurden Nachfragefaktoren wie eine aktuell schwache Nachfrage und schlechte

Wachstumsaussichten durchweg als Hauptgründe für die derzeitige Einschränkung der Investitionstätigkeit im Euroraum genannt. Auch die Unsicherheit im Hinblick auf die Struktur- und Finanzpolitik in einigen Mitgliedstaaten wurde als signifikantes Investitionshemmnis angeführt. Ferner gaben die Umfrageteilnehmer strukturelle Rigiditäten und regulatorische Beschränkungen einschließlich hoher Arbeitskosten, arbeitsrechtlicher Vorschriften, bürokratischer Hürden, Bebauungsvorschriften<sup>3</sup> und Verkrustungen an den Gütermärkten als aktuelle Beschränkungen für Investitionen im Eurogebiet an. Viele Unternehmen, die mehr außerhalb als innerhalb des Euro-Währungsgebiets investierten, bezeichneten arbeitsrechtliche Vorschriften, Arbeitskosten und bürokratische Hindernisse sowie schlechte Wachstumsaussichten und politische Unsicherheit als die größten investitionshemmenden Faktoren.

**Wirtschaftspolitischen Änderungsbedarf zur Förderung weiterer Investitionen im Euroraum sehen die befragten Unternehmen vornehmlich im Bereich der nationalen Arbeits- und Gütermärkte sowie der Harmonisierung der Finanzpolitik.**

Vor dem Hintergrund einer immer volatileren Nachfrage wächst den Umfrageteilnehmern zufolge die Notwendigkeit einer Politik, die flexiblere Beschäftigungsformen begünstigt und die Risiken (und Kosten) im Zusammenhang mit der unbefristeten Einstellung von Personal verringert. Drei der acht am häufigsten genannten Empfehlungen bezogen sich auf Arbeitsmarktreformen im Sinne einer Förderung der Beschäftigungsflexibilität, einer Verringerung der

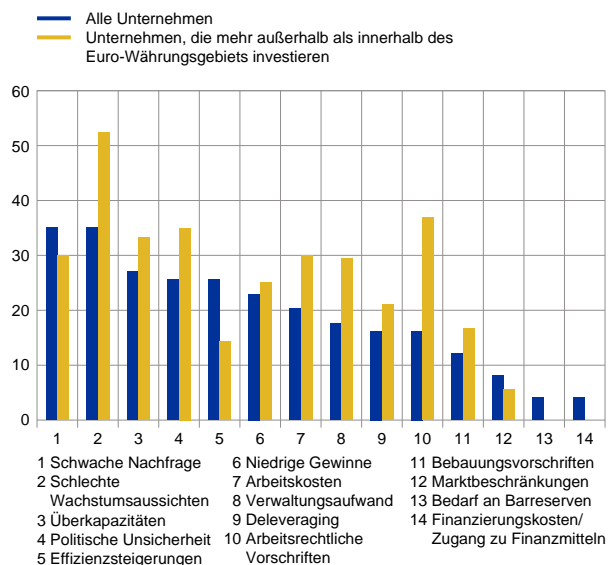
<sup>2</sup> Kleinere Unternehmen geben als Investitionshemmnis seit Langem an, massive Probleme beim Zugang zu Finanzmitteln zu haben. Die aktuelle Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“) legt jedoch nahe, dass diese Beschränkungen im Jahresverlauf 2015 deutlich abgenommen haben. Siehe hierzu EZB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – April to September 2015, Dezember 2015, abrufbar unter [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

<sup>3</sup> In der Regel handelt es sich hierbei um Planungsvorschriften, die die Anzahl, Größe oder den Umfang der Geschäftsaktivitäten in einem bestimmten Gebiet begrenzen.

## Abbildung D

### Investitionshemmnisse im Euro-Währungsgebiet

(in % der befragten Unternehmen)



Quellen: Investitionsumfrage und EZB-Berechnungen.

Arbeitskosten und einer stärkeren Fokussierung auf Höherqualifizierung. Dabei wurde hervorgehoben, dass sich hohe Arbeitskosten nachteilig auf die Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets auswirkten. Einige Umfrageteilnehmer sprachen sich für Änderungen aus, die zu einer Senkung der Sozialabgaben oder der Entlassungskosten führen sollten, um so zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums beizutragen und damit die Investitionstätigkeit zu fördern. Häufig wurden auch Reformen der Gütermärkte vorgeschlagen, damit der Wettbewerb innerhalb der EU verstärkt wird und die Unternehmen von größeren Skalen- und Verbundeffekten profitieren können; dies würde letztlich die Ertragsaussichten verbessern. Einige Umfrageteilnehmer betonten die Notwendigkeit, sicherzustellen, dass für Wettbewerber aus Ländern außerhalb der EU die gleichen Regeln gelten wie für Unternehmen innerhalb der EU, um die Anbieter und Erzeuger in der EU nicht zu benachteiligen. Zudem wurden eine Vereinfachung der Steuersysteme und eine Harmonisierung der steuerlichen Vorschriften

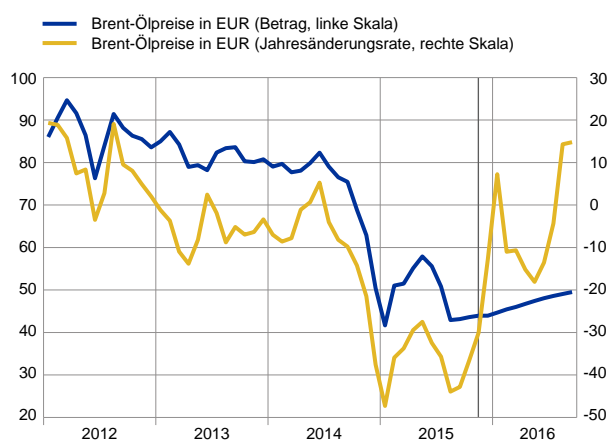
befürwortet, um produktiven Unternehmen ein schnelleres Wachstum zu ermöglichen, damit sie von erweiterten Märkten profitieren können. Dies würde die Investitionstätigkeit weiter steigern.

## Kasten 3

# Die Rolle von Basiseffekten bei der prognostizierten Entwicklung der HVPI-Inflation

**Abbildung A**  
**Ölpreise: tatsächliche Preise und Terminkontrakte**

(Veränderung gegen Vorjahr in % und EUR je Barrel)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert die Trennung zwischen den tatsächlichen Ölpreisen und den Terminkontraktpreisen und bezieht sich auf den 12. November 2015, den Stichtag für die Annahmen der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015.

### **Basiseffekte werden kurzfristig große Auswirkungen auf die prognostizierte Entwicklung der auf Basis des HVPI gemessenen Gesamtinflation haben.**

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 weisen auf einen kräftigen Anstieg der HVPI-Inflation zum Jahreswechsel hin, auf den bis Mitte 2016 eine vorübergehende Abschwächung folgen wird.<sup>1</sup> Dieses Verlaufsmuster spiegelt im Wesentlichen die Auswirkungen von Basiseffekten auf die Jahresänderungsrate der Energiepreise – der volatilsten Komponente der HVPI-Inflation – wider.

### **Seit Mitte 2014 weisen die Ölpreise starke Schwankungen auf, die sich in der Jahresänderungsrate niederschlagen werden, sofern sich die Ölpreise in nächster Zeit stabil entwickeln.** Die Ölpreise waren von Mitte 2014

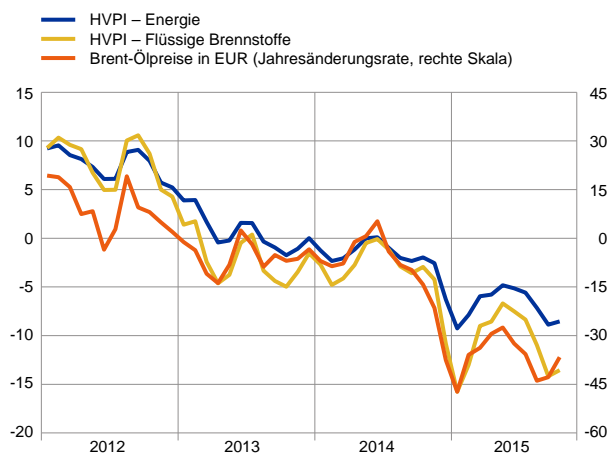
bis Januar 2015 rückläufig und bewegten sich nach einem vorübergehenden Anstieg zwischen Februar und Mai 2015 ab Juni 2015 wieder nach unten (siehe Abbildung A). Die Preise für Öfterminkontrakte sind moderat aufwärtsgerichtet.<sup>2</sup> Wenn also die Ölnotierungen dem aus den Terminkontrakten abgeleiteten Pfad folgen, ergibt sich das erwartete Profil der Jahressteigerungsraten der Energiepreise hauptsächlich aus den zurückliegenden Ölpreisschwankungen. Die Entwicklung der Jahreswachstumsrate der Öl- und Energiepreise wird somit durch Basiseffekte bestimmt, d. h. durch „atypische“ monatliche Entwicklungen des Energiepreisindex zwölf Monate zuvor. Kommt es weder bei Steuern noch bei Raffinerie- und Vertriebsmargen zu kräftigen Schwankungen, schlagen sich Änderungen der auf Euro lautenden Rohölpreise fast vollständig in einer entsprechenden Entwicklung

<sup>1</sup> Siehe EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015, veröffentlicht am Donnerstag, dem 3. Dezember 2015, auf der Website der EZB.

<sup>2</sup> Zur Umrechnung der auf US-Dollar lautenden Preise von Öl-Terminkontrakten wird davon ausgegangen, dass der durchschnittliche USD/EUR-Wechselkurs in den zwei Wochen bis zum 12. November 2015 (dem Redaktionsschluss der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015) unverändert bleibt.

## Abbildung B Ölpreise und Preisauftrieb bei Energie

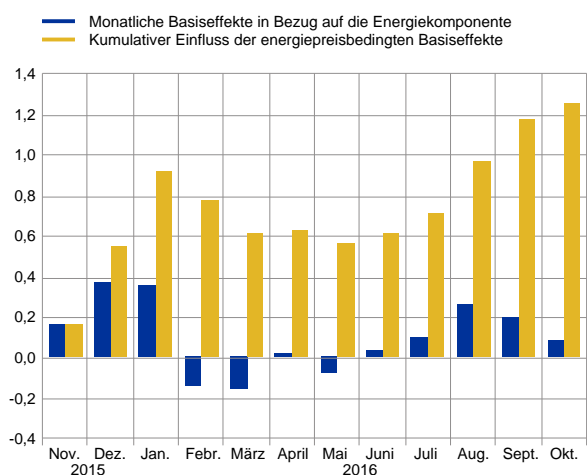
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Bloomberg, Eurostat und EZB-Berechnungen.

## Abbildung C Von Energiepreisen ausgehende Basiseffekte

(Beiträge zur Veränderung der HVPI-Gesamtinflation in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

der Verbraucherpreise für Brennstoffe (die den größten Anteil an den Verbraucherpreisen für Energie ausmachen) und somit in den gesamten Energiepreisen niedriger (siehe Abbildung B).

### Die Quantifizierung der Basiseffekte birgt gewisse

**Unsicherheiten.** Es gibt keine einheitliche Methode, um den Einfluss einer „atypischen“ monatlichen Preisänderung, die zwölf Monate zuvor zu beobachten war, auf die jährliche Inflationsrate zu quantifizieren. In den in früheren Monats- und Wirtschaftsberichten der EZB enthaltenen Analysen wurde dieser Einfluss für jeden einzelnen Monat durch Subtraktion der tatsächlichen monatlichen Änderung von einem geschätzten Saisoneffekt und einem „Trend“ errechnet, wobei als Trendkomponente die durchschnittliche Änderung gegenüber dem Vormonat seit Mitte der 1990er-Jahre herangezogen wurde.<sup>3</sup> In Bezug auf den Preisauftrieb bei Energie, für den die Zeitreihe keine stabilen Saisoneffekte aufweist, reicht ein einfacher Vergleich mit dem Trend aus. Die Ölpreisschwankungen seit Herbst 2014 implizieren kräftige positive Basiseffekte zum Jahreswechsel 2015/2016, gefolgt von abwechselnd negativen und positiven Basiseffekten, die das erwartete Profil der Teuerungsrate bei Energie und folglich der HVPI-Inflation in den kommenden zwölf Monaten prägen werden (siehe Abbildung C). Voraussetzung hierfür ist, dass die Ölpreise dem aus den Terminkontrakten abgeleiteten Pfad folgen werden. Von November 2015 bis Oktober 2016 beträgt der kumulative Einfluss der energiepreisbedingten Basiseffekte auf die HVPI-Gesamtinflation etwa 1,3 Prozentpunkte. Unter der Annahme, dass die Entwicklung der Ölpreise keinem Trend unterliegt, fällt der Effekt etwas geringer aus (etwa 0,9 Prozentpunkte in den kommenden zwölf Monaten).<sup>4</sup>

### Insgesamt wird die für die kommenden zwölf Monate prognostizierte Entwicklung der HVPI-Gesamtinflation weitgehend von Basiseffekten im

**Zusammenhang mit der Energiekomponente bestimmt.** Diese Basiseffekte lassen auf einen kräftigen Anstieg der Inflation bis Januar 2016 und einen geringfügigen vorübergehenden Rückgang in der ersten Jahreshälfte 2016 schließen, sofern die Ölpreise tatsächlich dem aus den Terminkontrakten abgeleiteten Pfad folgen.

<sup>3</sup> Siehe beispielsweise EZB, Basiseffekte der volatilen Komponenten des HVPI und ihre Auswirkungen auf die HVPI-Inflation im Jahr 2014, Kasten 6, Monatsbericht Februar 2014. Die Trendkomponente beläuft sich auf rund 0,3 Prozentpunkte.

<sup>4</sup> Dies wäre auch der Fall, wenn die für gewöhnlich recht flache Verlaufskurve der Preise für Öfterminkontrakte in Betracht gezogen würde.

# Kasten 4

## Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welche Rolle Strukturreformen und Arbeitsmarktinstitutionen bei der Lohnanpassung im Euro-Währungsgebiet spielen; das Hauptaugenmerk liegt hierbei auf der

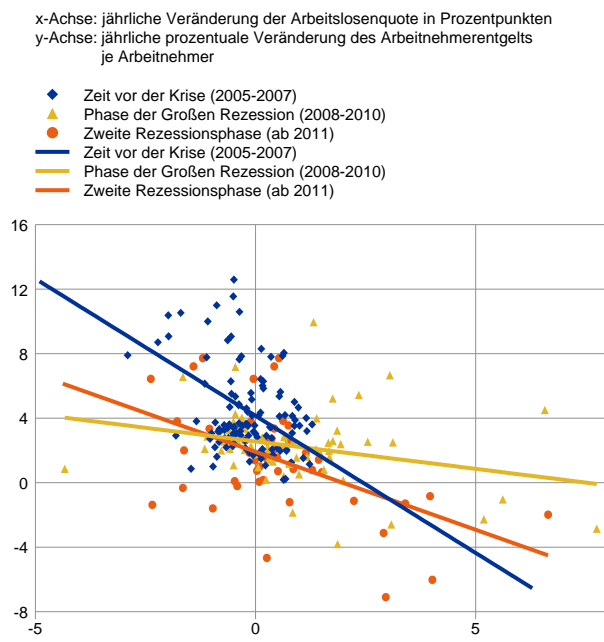
**abwärtsgerichteten Lohnstarrheit.** Neben möglichen Produktivitätseinbußen bei Arbeitnehmern infolge von Lohnkürzungen (gemäß der Argumentation der Effizienzlohntheorie) hat eine abwärtsgerichtete Lohnstarrheit auch andere gesamtwirtschaftliche Folgen. Die empirische Evidenz scheint die Ansicht zu belegen, dass die Beschäftigungsanpassung bei vorhandener Lohnstarrheit langsamer voranschreitet und Strukturreformen den Anpassungsprozess erleichtern können.

**Die Reaktion der Löhne auf die Entwicklung der Arbeitslosenquote im Euroraum scheint in einzelnen Zeiträumen stark voneinander abzuweichen.**

Abbildung A zeigt, dass die Löhne während des kräftigen BIP-Wachstums vor der Krise relativ stark auf Veränderungen der Arbeitslosenquote reagierten. In der ersten Phase der Krise, der sogenannten Großen Rezession, schwächte sich dieser Zusammenhang allerdings merklich ab, was vermutlich durch eine Lohnstarrheit nach unten bedingt war. Die Reaktion der Löhne auf die Arbeitslosigkeit nahm in der zweiten Phase der Krise (welche durch die gegen Ende 2011 einsetzende Rezession geprägt war) wieder zu, war aber immer noch deutlich schwächer als vor der Krise.

**Die in verschiedenen Konjunkturphasen unterschiedlichen Reaktionen der Löhne auf die Arbeitslosigkeit lassen sich anscheinend zum Teil durch eine abwärtsgerichtete Lohnstarrheit erklären, die für mehrere Euro-Länder charakteristisch ist.** Die Existenz einer Lohnstarrheit auf Mikroebene ist relativ gut belegt, und die Evidenz stützt die Ansicht, dass Lohnkürzungen schwierig

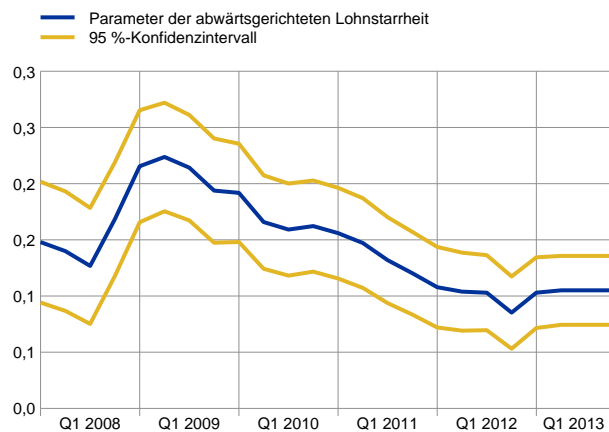
**Abbildung A**  
Veränderung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitslosenquote in den Ländern des Euro-Währungsgebiets



Quelle: EZB, Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets, Abbildung 50 (aktualisiert), Occasional Paper Series, Nr. 159, Februar 2015.

## Abbildung B Zeitpfad des Parameters der abwärtsgerichteten Lohnstarrheit für das Euro-Währungsgebiet

(rollierende Regressionen; in Prozentpunkten)



Quelle: Anderton und Bonthuis (2015).

Anmerkung: Der Parameter zeigt an, inwieweit die Reaktion des Nominallohnzuwachses auf Veränderungen der Arbeitslosigkeit während eines Wirtschaftsabschwungs verringert wird (basierend auf einer Panel-Regression mit gepoolten Daten der Euro-Länder). Je größer der Parameter ausfällt, desto schwächer reagieren die Löhne in Zeiten eines Wirtschaftsabschwungs auf die Arbeitslosigkeit. Der Zeitpfad des Parameters wird aus rollierenden Regressionen abgeleitet.

sind.<sup>1</sup> Bestätigt wird dies auch durch die aktuellen Ergebnisse der dritten Welle der vom Wage Dynamics Network durchgeführten Unternehmensumfrage. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene zeigen Heinz und Rusinova (2011)<sup>2</sup>, dass die Löhne weniger stark auf die Arbeitslosigkeit zu reagieren scheinen, wenn eine positive Arbeitslosigkeitslücke vorliegt. Die aktuelle Untersuchung von Anderton und Bonthuis (2015)<sup>3</sup> bekräftigt dies; die Studie zeigt, dass die Löhne während eines Wirtschaftsabschwungs mit steigender Arbeitslosigkeit in geringerem Maße nach unten angepasst werden. In Abbildung B wird der Zeitpfad des von Anderton und Bonthuis (2015) geschätzten Parameters der Lohnstarrheit dargestellt, der mit den Angaben aus Abbildung A in Einklang zu stehen scheint, da beide Abbildungen darauf hinweisen, dass sich mit zunehmender Krisendauer die Starrheit der Löhne nach unten abgeschwächt hat.

### Arbeitsmarktinstitutionen scheinen bei der Lohnanpassung eine wichtige Rolle zu spielen.

Die Tabelle bietet einen Überblick über die Merkmale der Tarifverhandlungen in den Ländern des Euroraums und bestätigt, dass sich die Arbeitsmarktinstitutionen der einzelnen Staaten stark unterscheiden. In einigen Ländern, z. B. den baltischen Staaten, gilt der Arbeitsmarkt üblicherweise angesichts dezentraler Tarifverhandlungen und eines relativ geringen gewerkschaftlichen Organisationsgrads als „flexibel“. Kennzeichnend für eine Vielzahl anderer Euro-Länder sind jedoch eine starke Präsenz der Gewerkschaften (z. B. in Belgien, Malta und Finnland), ein hohes Maß an Koordinierung der Tarifgespräche (z. B. in Belgien, Deutschland, den Niederlanden, Österreich und Finnland) und die Existenz eines Mindestlohns (z. B. in Griechenland, Spanien, Frankreich, Lettland, Portugal und der Slowakei). Zusammen mit einer gesamtwirtschaftlichen Lohnindexierung und strengen Kündigungsschutzbestimmungen (siehe Abbildung C) kann dies zu einer abwärtsgerichteten Lohnstarrheit führen.

<sup>1</sup> Siehe auch J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina und T. Rööm, Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms, in: Scandinavian Journal of Economics, Wiley Blackwell, Bd. 112(4), S. 884-910, Dezember 2010. Siehe auch T. Boeri und J. F. Jimeno, Unemployment in Europe: What does it take to bring it down?, Mai 2015 (abrufbar unter <http://economia.info/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). Die verfügbare Evidenz deutet darauf hin, dass ein Einfrieren der Löhne eine Untergrenze für die Lohnflexibilität darzustellen scheint. So wird im Wirtschaftsbericht der Banco de España vom Dezember 2014 dargelegt, dass im Jahr 2008 für 5 % der Lohnabschlüsse in Spanien ein Lohnstopp vereinbart worden war, aber bis 2013 knapp ein Drittel der Löhne in der Privatwirtschaft eingefroren waren.

<sup>2</sup> Siehe F. F. Heinz und D. Rusinova, How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation, Working Paper Series der EZB, Nr. 1360, Juli 2011.

<sup>3</sup> Siehe R. Anderton und B. Bonthuis, Downward Wage Rigidities in the Euro Area, in: GEP Research Paper Series, Nr. 15/09, University of Nottingham, Juli 2015.



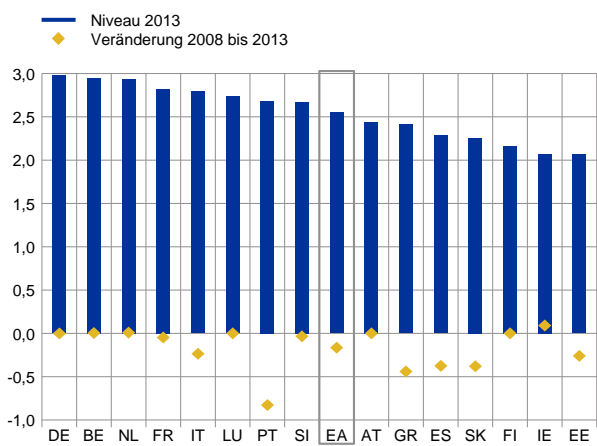
## Merkmale der Tarifverhandlungen in Ländern des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2014 und Entwicklungen seit 2007

Land	Gewerkschaftlicher Organisationsgrad	Koordinierung der Tarifgespräche	Zahl der Ebenen, auf denen die Tarifgespräche überwiegend geführt werden	Mindestlohnsetzung
Belgien	55* ↗	5 ↔	5 ↔	3 ↔
Deutschland	18* ↘	4 ↔	3 ↔	1 ↔
Estland	7** ↘	1 ↘	1 ↔	3 ↔
Irland	34* ↗	1 ↘	1 ↘	6* ↔
Griechenland	22* ↘	2 ↘	2 ↘	8 ↗
Spanien	17* ↗	3 ↘	3 ↔	8 ↗
Frankreich	8* ↗	2 ↔	3 ↔	8 ↔
Italien	37* ↗	3 ↔	3 ↔	1 ↔
Zypern	45* ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Lettland	13** ↘	1 ↔	1 ↔	8 ↗
Litauen	9** ↘	1 ↔	1 ↔	5 ↔
Luxemburg	33** ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Malta	53** ↘	2 ↔	1 ↔	7 ↔
Niederlande	18* ↘	4 ↔	3 ↔	7 ↔
Österreich	27* ↘	4 ↔	3 ↔	2 ↗
Portugal	19** ↘	2 ↔	3 ↔	8* ↔
Slowenien	21* ↘	3 ↘	3 ↘	7 ↔
Slowakei	13* ↘	3 ↗	2 ↔	8 ↗
Finnland	69* ↘	5 ↗	4 ↗	2 ↘

Quellen: Jelle Visser, ITCWSS: Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts in 51 countries between 1960 and 2014, Version 5.0, Amsterdam Institute for Advances Labour Studies (AIAS), Oktober 2015, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Daten auf 2014 (die mit \* versehenen Angaben beziehen sich auf 2013, jene mit \*\* auf 2012). Weitere Einzelheiten finden sich im Codebuch unter: [www.uvaaias.net/208](http://www.uvaaias.net/208). Die Pfeile zeigen, in welche Richtung sich der Wert gegenüber 2007 verändert hat. Der gewerkschaftliche Organisationsgrad bezieht sich auf die Mitgliedschaft in Gewerkschaften (netto) im Verhältnis zu den beschäftigten Lohn- und Gehaltsempfängern. Die Koordinierung der Tarifgespräche rangiert von 5 = zentrale Tarifgespräche bis zu 1 = fragmentierte Tarifgespräche, meist auf Unternehmensebene. Die Zahl der Ebenen, auf denen die Tarifgespräche überwiegend geführt werden, rangiert von 5 = zentrale oder branchenübergreifende Gespräche bis 1 = lokale oder auf Unternehmensebene geführte Gespräche. Die Mindestlohnsetzung rangiert von 0 = kein gesetzlicher Mindestlohn, keine sektoralen oder nationalen Vereinbarungen bis 8 = der Mindestlohn wird staatlich ohne feste Regel bestimmt.

**Abbildung C**  
Kündigungsschutzbestimmungen



Quelle: OECD.

Anmerkung: Anordnung der Länder entsprechend ihrer Rangfolge im Jahr 2013. Die Daten basieren auf synthetischen Indikatoren, die anzeigen, wie stark die Arbeitsmärkte reguliert sind (d. h. Kündigungsfristen, Abfindungszahlungen und Einsatz zeitlich befristeter Arbeitsverträge). Obwohl der Indikator nicht sämtliche die Regulierung betreffenden Faktoren berücksichtigt, liefert er durchaus Hinweise auf Rigiditäten, die sich länderübergreifend vergleichen lassen. Ein höherer Wert weist auf eine strengere Regulierung hin. Der Durchschnittswert für das Eurogebiet umfasst jene Länder, die der OECD angehören und für die Angaben verfügbar sind.

**In den Ländern des Euro-Währungsgebiets, insbesondere den stärker von der Krise betroffenen Staaten, wurden umfassende Strukturreformen durchgeführt.** Dies wird durch Veränderungen bei den Kündigungsschutzbestimmungen bestätigt (siehe Abbildung C), die zeigen, dass Arbeitsmarktreformen vor allem in den angeschlagenen Ländern vorgenommen wurden. Zu diesen Reformen zählen eine stärkere Dezentralisierung der Tarifverhandlungen hin zur Unternehmensebene, eine Reduzierung der automatischen Lohnindexierung, eine geringere Anzahl an Tarifabschlüssen, eine stärkere Flexibilisierung der Arbeitszeitregelungen und eine Verringerung der Entlassungs- und Einstellungskosten (siehe auch Aufsatz 1, Kasten 2).

**Durch Arbeitsmarktreformen lässt sich die Reagibilität der Löhne auf die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung steigern.** Anderton und Bonthuis (2015) kommen beispielsweise zu dem Ergebnis, dass bei strengen Kündigungsschutzbestimmungen

und einem hohen gewerkschaftlichen Organisationsgrad die Reagibilität der Löhne auf die Arbeitslosigkeit niedriger ausfallen kann. Der Rückgang der in Abbildung A und B beschriebenen Lohnstarrheit nach unten lässt sich somit möglicherweise

auch durch eine Verringerung dieser Faktoren erklären.<sup>4</sup> So erläutern Font et al. (2015)<sup>5</sup>, dass sich die Reagibilität der Reallöhne auf die Arbeitslosigkeit in Spanien erhöht zu haben scheint, nachdem in den Jahren 2012-2013 Arbeitsmarktreformen durchgeführt wurden. Außerdem kommen sie zu dem Ergebnis, dass die Prozyklizität der Löhne bei länger beschäftigten Personen, Festangestellten und älteren Arbeitnehmern, die stärker gegen Lohnanpassungen während eines Wirtschaftsabschwungs geschützt sind, geringer ist. Darüber hinaus liefern Martin und Scarpetta (2012)<sup>6</sup> Evidenz dafür, dass arbeitsrechtliche Vorschriften auch noch über eine Vielzahl anderer Übertragungskanäle wirksam werden, z. B. die Reallokation von Arbeitskräften und sogar die Produktivität (siehe auch Kasten 5), die die Lohnentwicklung indirekt beeinflussen können.

**Die Auswirkungen verschiedener Reformen lassen sich – vor allem auf Basis der Entwicklung von aggregierten Lohndaten – nur schwierig nachweisen.** Dies gilt beispielsweise für die Abgrenzung der Reformeffekte von den Auswirkungen, die eine veränderte Beschäftigungsstruktur und eine Haushaltskonsolidierung auf die Löhne haben. Daher sind weitere Untersuchungen nötig, um die zugrunde liegenden Faktoren, die die Lohnanpassung im Euroraum während der Krise bestimmt haben, vollständig zu verstehen.<sup>7</sup>

**Um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber Schocks zu stärken, müssen die Löhne die Arbeitsmarktbedingungen und die Produktivitätsentwicklung in angemessener Weise widerspiegeln, was die Bedeutung von Reformen, die eine größere Lohnflexibilität und eine stärkere Differenzierung nach Arbeitnehmern, Unternehmen und Sektoren fördern, unterstreicht.** Neben den genannten Faktoren können auch eine verbesserte Effizienz aktiver arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen sowie eine höhere Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb eines Landes und zwischen den Ländern des Euroraums dazu beitragen, qualifikatorische Ungleichgewichte am Arbeitsmarkt sowie die strukturelle Arbeitslosigkeit zu verringern und somit die Reagibilität der Löhne auf die Arbeitslosigkeit zu erhöhen.

---

<sup>4</sup> Abbildung A und B zeigen mit zunehmender Krisendauer einen deutlichen Rückgang der abwärtsgerichteten Lohnstarrheit. Dies könnte zum Teil auf eine Reihe von – zuweilen etwa mit gelockerten Kündigungsschutzbestimmungen einhergehenden – Arbeitsmarktreformen in zahlreichen Ländern des Euroraums während der Krise zurückzuführen sein, was möglicherweise den Abwärtsdruck auf die Löhne erhöht hat. Allerdings könnten auch andere Faktoren wie die Haushaltskonsolidierung eine Rolle gespielt haben.

<sup>5</sup> Siehe P. Font, M. Izquierdo und S. Puente, Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle, in: IZA Journal of European Labor Studies, Springer, 4:13, Juni 2015.

<sup>6</sup> Siehe J. P. Martin und S. Scarpetta, Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity, in: De Economist, Springer, Bd. 160(2), S. 89-116, Juni 2012.

<sup>7</sup> Eine eingehende Analyse der Kanäle, über die sich Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten auf die Wirtschaft auswirken, findet sich in: EZB, Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

## Kasten 5

# Löhne, Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit: ein granularer Ansatz

**Unternehmensdaten – die erst seit einigen Jahren zugänglich sind – legen den Schluss nahe, dass ein einfacher Vergleich der durchschnittlichen Lohn- und Produktivitätsentwicklung für eine genaue Analyse der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes womöglich unzureichend ist.**<sup>1</sup> So weisen granulare Daten darauf hin, dass bei der Arbeitsproduktivität eine erhebliche Unternehmensheterogenität besteht, und zwar nicht nur sektorübergreifend, sondern auch innerhalb eines Wirtschaftszweigs. Auch wenn das durchschnittliche jährliche Lohnwachstum in einem Land also mit der durchschnittlichen Produktivitätsentwicklung im Einklang steht, existieren womöglich viele Firmen, die geringere Produktivitätszuwächse verzeichnen und somit an Wettbewerbsfähigkeit einbüßen. Aus diesem Grund ist es wichtig zu untersuchen, ob sich im Lohnwachstum die Produktivitätsdynamik des einzelnen Unternehmens widerspiegelt.

Anhand aggregierter Mikrodaten wird in diesem Kasten Folgendes aufgezeigt: Erstens bestand vor der Krise in einigen Euro-Ländern auf Unternehmensebene eine erhebliche Diskrepanz zwischen Lohn- und Produktivitätszuwachs, die deren Verlust an Wettbewerbsfähigkeit verstärkte, und zweitens korrelierte das Ausmaß dieser Divergenz mit einigen Aspekten der Ausgestaltung von Arbeitsmarktinstitutionen, die Einfluss auf die Lohnbildung haben.

**Lohn- und Produktivitätsdynamik weisen in eng abgegrenzten Sektoren Diskrepanzen auf.** Abbildung A zeigt die Korrelation zwischen dem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der Produktivität sowie der Arbeitskosten je Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien in den Vorkrisenjahren 2001-2007.<sup>2</sup> In Abbildung B sind die gleichen Informationen für den Dienstleistungssektor dargestellt.<sup>3</sup> Im Zeitraum vor der Krise übertraf der Lohnzuwachs in Spanien und Italien das Produktivitätswachstum in nahezu allen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors (in den Abbildungen erkennbar an den Quadraten oberhalb der 45°-Linie), was mit dem anhaltenden Verlust an Wettbewerbsfähigkeit in beiden Ländern im Einklang steht. In Frankreich und in geringerem Maße auch

<sup>1</sup> Im vorliegenden Kasten wird Wettbewerbsfähigkeit im engeren Sinn verstanden, also als Lohnstückkosten bzw. nominale Arbeitskosten je Produktionseinheit.

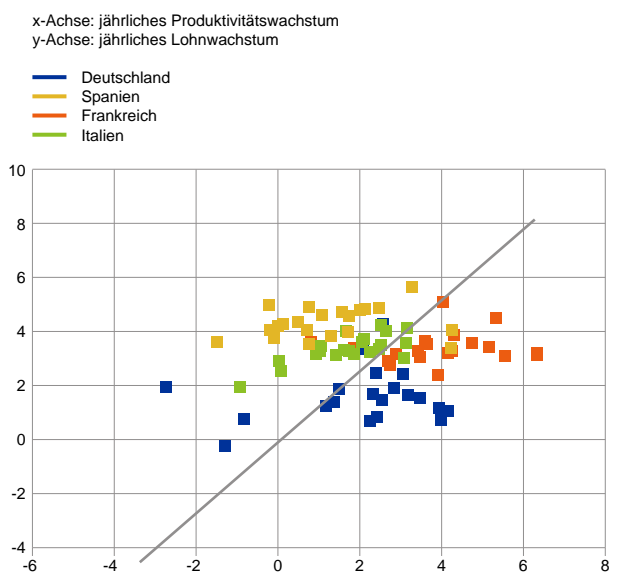
<sup>2</sup> Die hier verwendeten Daten stammen vom Competitiveness Research Network (CompNet), einem Netzwerk des Europäischen Systems der Zentralbanken, das im Jahr 2012 zur umfassenden und multidimensionalen Analyse der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit eingerichtet wurde. Eines der zentralen Ergebnisse des Netzwerks ist der Aufbau eines Datensatzes mit aggregierten Mikrodaten, der mehrere wettbewerbsbezogene Indikatoren für eine Vielzahl an EU-Mitgliedstaaten/Sektoren und Jahren abbildet. Weitere Einzelheiten finden sich in: P. Lopez-Garcia und F. di Mauro, Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database, Working Paper Series der EZB, Nr. 1764, März 2015.

<sup>3</sup> Die Daten decken Branchen ab, die nach der zweistelligen Ebene gemäß der Klassifizierung von Wirtschaftszweigen nach NACE Rev. 2 definiert sind, wozu etwa 20 Bereiche des verarbeitenden Gewerbes und rund 30 Dienstleistungsbranchen gehören.

## Abbildung A

Produktivitäts- und Lohnwachstum in den Wirtschaftszweigen des verarbeitenden Gewerbes (auf Basis der zweistelligen Wirtschaftszweigklassifikationen gemäß NACE Rev. 2) in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien; 2001-2007

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

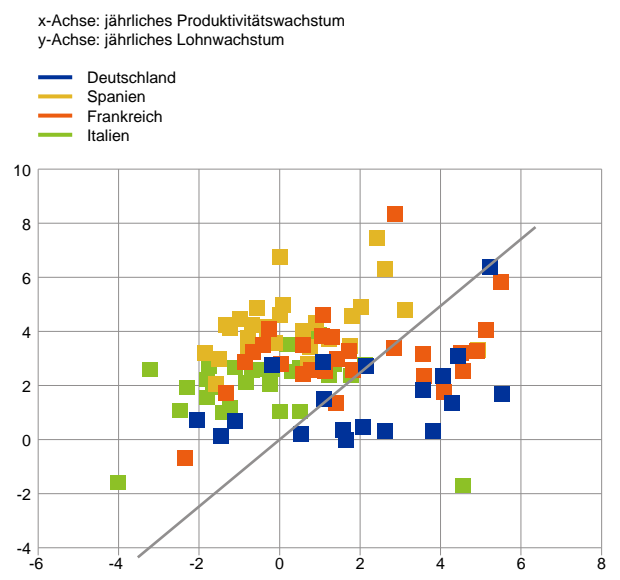


Quellen: CompNet-Angaben und Berechnungen des Verfassers.  
Anmerkung: Die sektorspezifische Lohnwachstumsrate wird berechnet als gewichtetes Durchschnittswachstum der Lohnkosten je Beschäftigten für alle Unternehmen des Sektors mit mindestens 20 Mitarbeitern. Dasselbe Verfahren wird für das Produktivitätswachstum in der jeweiligen Branche angewandt. Bei den Wirtschaftszweigen oberhalb der 45°-Linie übersteigt das Lohnwachstum den Produktivitätszuwachs.

## Abbildung B

Produktivitäts- und Lohnwachstum in den Wirtschaftszweigen des Dienstleistungssektors (auf Basis der zweistelligen Wirtschaftszweigklassifikationen gemäß NACE Rev. 2) in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien; 2001-2007

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

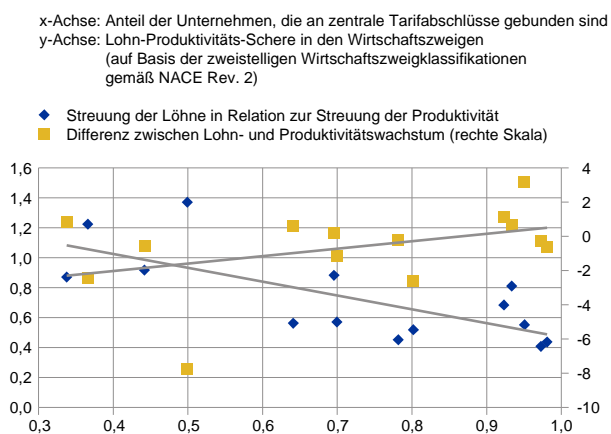


Quellen: CompNet-Angaben und Berechnungen des Verfassers.  
Anmerkung: Die sektorspezifische Lohnwachstumsrate wird berechnet als gewichtetes Durchschnittswachstum der Lohnkosten je Beschäftigten für alle Unternehmen des Sektors mit mindestens 20 Mitarbeitern. Dasselbe Verfahren wird für das Produktivitätswachstum in der jeweiligen Branche angewandt. Bei den Wirtschaftszweigen oberhalb der 45°-Linie übersteigt das Lohnwachstum den Produktivitätszuwachs.

in Deutschland sind je nach Sektor deutliche Unterschiede zu verzeichnen. Im verarbeitenden Gewerbe verlief der Lohnzuwachs im Allgemeinen parallel zum Produktivitätswachstum oder lag sogar darunter, wohingegen dies bei einer Vielzahl von Dienstleistungsbranchen, vor allem in Frankreich, nicht der Fall war.

**Da die Unternehmen selbst innerhalb eines Wirtschaftszweigs äußerst heterogen sind, sollte sich auch die intrasektorale Lohnentwicklung zwischen den Unternehmen unterscheiden, sofern diese eine unterschiedliche Produktivitätsdynamik aufweisen.** Aus Abbildung A und B geht hervor, dass der Zusammenhang von Produktivitäts- und Lohnwachstum unter den einzelnen Wirtschaftszweigen von einer hohen Variation gekennzeichnet ist, die vielfach durch aggregierte Messgrößen verdeckt wird. Um zu beurteilen, inwieweit Löhne und Produktivität in den verschiedenen Ländern übereinstimmen, ist somit der Rückgriff auf sektorspezifische Entwicklungen einer Betrachtung von Länderdurchschnitten vorzuziehen. Mit Blick auf die Wettbewerbsfähigkeit kommt es in Wirklichkeit jedoch darauf an, dass Lohn- und Produktivitätswachstum auf Unternehmensebene im Einklang stehen. Eine Abschätzung dieses Sachverhalts auf sektoraler Ebene dürfte angesichts des dokumentierten hohen Grades an Heterogenität zwischen den einzelnen Firmen selbst bei enger Abgrenzung der Wirtschaftszweige schwierig sein. Die Daten von CompNet verdeutlichen das Ausmaß an Heterogenität: Unternehmen, die bei der Produktivitätsverteilung zu den obersten 10 % eines

## Abbildung C Lohn-Produktivitäts-Schere und zentrale Tarifverhandlungen in weit abgegrenzten Wirtschaftszweigen; 2005-2007



Quellen: CompNet-Angaben, Unternehmensumfrage von Wage Dynamics Network aus dem Jahr 2007 und Berechnungen des Verfassers.

Anmerkung: Die Streuung wird gemessen als Differenz zwischen dem 80. Dezil und dem 20. Dezil der Variablenverteilung in einem Wirtschaftszweig. Die Daten werden durch CompNet zur Verfügung gestellt und beziehen sich auf Unternehmen mit mindestens einem Mitarbeiter in vier Ländern des Euro-Währungsgebiets, für die ein Abgleich mit den Daten vom Wage Dynamics Network möglich war, nämlich Spanien, Italien, Österreich und Portugal. Beide Messgrößen beziehen sich auf den Zeitraum 2005-2007. Der Anteil der Unternehmen, die an zentrale Tarifabschlüsse gebunden sind, bezieht sich auf 2007.

Wirtschaftszweigs des verarbeitenden Gewerbes (auf Basis der zweistelligen Wirtschaftszweigklassifikationen gemäß NACE Rev. 2) gehören, sind drei- bis viermal produktiver als Unternehmen, die unter den letzten 10 % rangieren. Die Streuung fällt im Dienstleistungssektor sogar noch größer aus, wo dieses Verhältnis in einigen Ländern den Faktor fünf erreicht. Angesichts der großen Unterschiede läge die Erwartung nahe, dass Unternehmen in eng abgegrenzten Wirtschaftszweigen eine unterschiedliche Produktivitätsentwicklung und mithin auch eine unterschiedliche Lohndynamik aufweisen. Indes deutet die Evidenz darauf hin, dass aufgrund starrer Strukturen am Arbeitsmarkt, die sich aus der Ausgestaltung von Arbeitsmarktinstitutionen ergeben, Divergenzen existieren (siehe auch Kasten 4).

**Die Ausgestaltung von Arbeitsmarktinstitutionen kann Anpassungen zwischen Lohn- und Produktivitätswachstum auf der Unternehmensebene verhindern.** Ein Beispiel für derartige Institutionen sind auf sektoraler, regionaler oder nationaler Ebene getroffene Tarifvereinbarungen. In solchen Tarifabschlüssen wird das Lohnwachstum in

Übereinstimmung mit dem durchschnittlichen Produktivitätszuwachs in der Region oder allenfalls der Branche – oder aber dem Produktivitätswachstum der größten (und für gewöhnlich produktiveren) Unternehmen – festgelegt. Unternehmen mit geringerem Produktivitätswachstum sind an solche Abschlüsse, die in der Regel die Untergrenze für Lohnerhöhungen definieren, gebunden und verlieren folglich an Kostenwettbewerbsfähigkeit. Dies könnte mangels kompensatorischer Maßnahmen zur Verbesserung der preislichen und/oder nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit bedeuten, dass sich die betroffenen Unternehmen verkleinern müssen, um die Arbeitsproduktivität wieder mit den Löhnen in Einklang zu bringen. In Abbildung C wird die Korrelation zwischen den beiden Messgrößen der Lohn-Produktivitäts-Schere für einzelne Länder und Wirtschaftszweige dargestellt und der Anteil der Unternehmen im jeweiligen Land und Wirtschaftszweig angezeigt, die an Tarifabschlüsse (auf nationaler, sektoraler oder regionaler Ebene) gebunden sind. Die Schere wird zunächst als Quotient aus Lohn- und Produktivitätsstreuung in einer Branche und dann als Differenz zwischen dem Median des Lohnwachstums und dem Median des Produktivitätswachstums gemessen. Beide Indikatoren beziehen sich auf Unternehmen, die in eng abgegrenzten Branchen des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors tätig sind.<sup>4</sup> Je niedriger der Quotient ist, umso weiter geht die Schere auf (denn dies bedeutet, dass sich die Löhne trotz großer Produktivitätsunterschiede zwischen den Unternehmen

<sup>4</sup> In beiden Fällen wird die Schere auf der Basis der zweistelligen Wirtschaftszweigklassifikationen gemäß NACE Rev. 2 gemessen und anschließend zu breiter abgegrenzten Sektoren (verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Groß- und Einzelhandel sowie sonstige Dienstleistungen) unter Anwendung von Wertschöpfungsgewichten aggregiert, damit die Daten mit den Informationen des Wage Dynamics Network zusammengeführt werden können.

ähnlich entwickeln), und umso größer ist die Differenz zwischen Lohn- und Produktivitätswachstum. Abbildung C enthält unabhängig von den verwendeten Messgrößen dieselbe Botschaft: In Ländern oder Wirtschaftszweigen, in denen die Löhne nicht von den Unternehmen festgelegt werden, ist die Diskrepanz zwischen Lohn- und Produktivitätsentwicklung, und somit auch der Verlust an Kostenwettbewerbsfähigkeit, größer.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass es angesichts der großen Heterogenität der Unternehmen innerhalb eng abgegrenzter Wirtschaftszweige bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit in Wirklichkeit nicht auf die Übereinstimmung der durchschnittlichen Lohn- und Produktivitätsentwicklungen ankommt, sondern darauf, dass Lohn- und Produktivitätswachstum auf der Unternehmensebene im Einklang stehen. Eine solche Übereinstimmung kann jedoch durch die Ausgestaltung einiger Arbeitsmarktinstitutionen, die den spezifischen Unternehmensmerkmalen nicht hinreichend Rechnung tragen, behindert werden.

## Kasten 6

# Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit als Schritt auf dem Weg zu einer echten Wirtschaftsunion

**Am 21. Oktober 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission eine Mitteilung zur Verbesserung des Steuerungsrahmens der EU<sup>1</sup>, in der sie die im Bericht der fünf Präsidenten<sup>2</sup> dargelegten Vorschläge für kurzfristige Maßnahmen aufgriff.** Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Initiativen, die konkret auf eine Stärkung der Wirtschaftsunion abzielen. Mit der Wirtschaftsunion soll erreicht werden, dass die nationale Wirtschaftspolitik durch Umsetzung notwendiger Strukturmaßnahmen die Widerstandskraft ihrer Volkswirtschaft stärkt und damit das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) als Ganzes unterstützt.<sup>3</sup> In ihrer Mitteilung kündigte die Kommission eine verbesserte Anwendung des wirtschaftspolitischen Koordinierungsprozesses im Rahmen des Europäischen Semesters an. Ferner stellte sie einen Vorschlag für eine Ratsempfehlung vor, der die Einrichtung von nationalen Ausschüssen für Wettbewerbsfähigkeit in allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets vorsieht.<sup>4</sup>

**Die Kommission beabsichtigt, die Transparenz des Ansatzes für das Europäische Semester zu erhöhen und dabei den Fokus stärker auf den Euroraum insgesamt zu legen, um die Verabschiedung politischer Maßnahmen zu fördern, die das reibungslose Funktionieren der WWU sicherstellen.** In der Praxis wird dies wohl vor allem dadurch erfolgen, dass die Empfehlung des Rates für das Euro-Währungsgebiet mehr Gewicht erhält, indem sie nunmehr zusammen mit dem Jahreswachstumsbericht veröffentlicht wird und somit als Orientierung für die – zu einem späteren Zeitpunkt folgenden – länderspezifischen Empfehlungen dienen kann. Die Kommission hat zudem angekündigt, nach und nach in verschiedenen Politikbereichen Benchmarks vorzuschlagen, um die Umsetzung von Strukturreformen auf nationaler Ebene voranzutreiben und somit die Konvergenz in Richtung widerstandsfähigerer Wirtschaftsstrukturen zu unterstützen. Darüber hinaus wird sie sich bemühen, die Durchführung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten durch erhöhte Transparenz zu verbessern und festgestellte übermäßige Ungleichgewichte angemessen weiterzuverfolgen.

---

<sup>1</sup> Europäische Kommission, Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion, 21. Oktober 2015.

<sup>2</sup> Der Bericht „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“ ist abrufbar unter [http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_de.pdf)

<sup>3</sup> Zum Thema der Finanz-, Fiskal- und politischen Union siehe EZB, Zur Schaffung eines europäischen Fiskalausschusses, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

<sup>4</sup> EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sind angehalten, ähnliche Einrichtungen zu schaffen.

Hierzu beabsichtigt die Kommission, ein Kompendium zu veröffentlichen, in dem die Anwendung des Verfahrens eingehend erläutert wird. Zudem soll die Umsetzung von Strukturreformen durch einen besseren Einsatz der EU-Strukturfonds sowie durch technische Unterstützung seitens der Kommissionsdienste vorangetrieben werden. Mit der jüngsten Veröffentlichung der Empfehlung für das Euro-Währungsgebiet, die auf Vorschlag der Kommission erfolgte, sowie der Veröffentlichung des Warnmechanismus-Berichts und des Jahreswachstumsberichts 2016 wurden bereits erste Änderungen des Europäischen Semesters umgesetzt. Die von der Kommission vorgeschlagene Ratsempfehlung zur Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit muss in den kommenden Monaten vom Rat geprüft werden, sodass noch etwas Spielraum für eine weitere Klarstellung und Stärkung besteht.

**Die vorgeschlagene Ratsempfehlung bringt die Notwendigkeit neuer Reformimpulse zum Ausdruck; diese sind in einer Währungsunion unerlässlich, um die Widerstandskraft der Wirtschaft zu erhöhen und eine hinreichende wirtschaftliche Anpassungsfähigkeit sicherzustellen.**

Die jüngste Krise hat verdeutlicht, dass negative Entwicklungen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit sowie strukturelle Rigiditäten die Anfälligkeit von Ländern erhöhen und ihre Anpassungsfähigkeit in Schocksituationen begrenzen. Der Steuerungsrahmen der EU hat allerdings bislang noch keine ausreichende Umsetzung nationaler Strukturreformen bewirkt. Vor diesem Hintergrund wird im Fünf-Präsidenten-Bericht gefordert, dass alle Euro-Länder Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit einrichten, wie es die Kommission nun vorschlägt.

**Nationale Ausschüsse können die Eigenverantwortung der Länder für Strukturreformen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit stärken.**

Mit dem Kommissionsvorschlag soll unabhängiges politisches Expertenwissen auf nationaler Ebene aufgebaut und der politische Dialog zwischen der EU und den Euro-Ländern intensiviert werden. Hierzu sind nach Auffassung der Kommission die funktionale Unabhängigkeit der Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit und ein umfassendes Mandat erforderlich. Im Einklang mit der von der Kommission vorgeschlagenen Ratsempfehlung müsste der Tätigkeitsbereich der Ausschüsse anhand einer weit gefassten Definition des Begriffs Wettbewerbsfähigkeit abgesteckt werden, die sowohl die Kosten- und Preisdynamik als auch nicht preisbezogene Faktoren berücksichtigt. Insbesondere Letztere geben Aufschluss über Produktivitätstreiber und Überlegungen im Zusammenhang mit Innovationen und der allgemeinen Attraktivität einer Volkswirtschaft als Unternehmensstandort.<sup>5</sup> Aufgabe der Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit wäre es dann, den Beteiligten an Lohnbildungsprozessen auf nationaler Ebene einschlägige Informationen zu vermitteln, ohne in den eigentlichen Prozess einzugreifen. Was die Organisationsstruktur betrifft, so sieht die von der Kommission vorgelegte Ratsempfehlung die Unabhängigkeit der Ausschüsse von den nationalen Regierungen vor. Die Ausschüsse sollten kontinuierlich tätig sein und ihre Analysen und Empfehlungen in einem jährlichen Bericht veröffentlichen. Die Kommission stellt überdies klar, dass bestehende nationale Einrichtungen die Funktion der Ausschüsse

---

<sup>5</sup> Die Empfehlung enthält keine konkreten Angaben zum Umfang der zu analysierenden Daten. Je nach Art der Analyse könnten diese Daten auf aggregierter und sektoraler Basis oder bei Bedarf auch auf Unternehmensebene erhoben werden.



für Wettbewerbsfähigkeit übernehmen können, solange sie die Anforderungen in Bezug auf das Mandat und die Organisationsstruktur erfüllen.

**Der vorgeschlagenen Ratsempfehlung zufolge würde die Kommission die Aktivitäten der Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit koordinieren,** um die Verwirklichung der für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes angestrebten Ziele zu fördern. Bei ihren Entscheidungen bezüglich der nach dem Steuerungsrahmen vorgesehenen Schritte würde die Kommission den im Zuge der jährlichen Berichterstattung übermittelten Beiträgen der Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit Rechnung tragen.

**Um die vorgeschlagene Ratsempfehlung weiter zu stärken, könnten einige Aspekte nochmals geprüft werden.** Die nationalen Ausschüsse könnten in der Tat – wie von der Kommission angemerkt – zu einem besseren Verständnis der Entwicklungen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit beitragen und neue Impulse für die Umsetzung struktureller Reformen geben. Voraussetzung ist jedoch, dass sie über ein umfassendes Mandat verfügen und vollständig unabhängig sind. Die Kommissionsempfehlung zur Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit enthält einige wichtige Bestimmungen zur Wahrung der Eigenständigkeit. Allerdings wird momentan nicht ausdrücklich gefordert, dass die Ausschüsse in der Lage sein müssen, über den Jahresbericht hinaus öffentlich zu kommunizieren, obschon dies für ihre Unabhängigkeit und im Hinblick auf ihre Verpflichtung zu Transparenz sehr wichtig wäre. Des Weiteren muss gewährleistet werden, dass die Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit im alleinigen Ermessen entscheiden dürfen, mit welchen Interessenträgern sie wann und wie oft kommunizieren, sodass sie auf nationale Entwicklungen und die von den Behörden der Mitgliedstaaten vorgeschlagenen Maßnahmen reagieren und somit zum Meinungsaustausch auf einzelstaatlicher Ebene beitragen können. Die rechtlichen Grundlagen der nationalen Fiskalausschüsse und die im Zusammenhang mit ihrer Einrichtung gesammelten Erfahrungen können hierbei als wichtige Orientierungshilfe dienen.

**Im Hinblick auf das Konzept eines euroraumweiten Netzwerks der nationalen Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit ist die vorgelegte Ratsempfehlung etwas unkonkret.** Ein solches Netzwerk müsste – wie im Fünf-Präsidenten-Bericht vorgeschlagen – die Möglichkeit bieten, sich über bewährte Praktiken auszutauschen und unabhängige Einschätzungen zu den Schritten innerhalb des makroökonomischen Steuerungsrahmens der EU zu formulieren.

**Grundsätzlich könnten die Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit neue Impulse für die Umsetzung struktureller Reformen in den Ländern des Eurogebiets geben, allerdings sind hierfür eine geeignete Organisationsstruktur auf nationaler wie auch euroraumweiter Ebene entscheidend.** Darüber hinaus werden noch weiterreichende Maßnahmen erforderlich sein, um eine echte Währungsunion herbeizuführen. Die Kommissionsvorschläge sind ein erster Schritt auf dem Weg zu einem verbesserten Steuerungsrahmen. Doch die mittel- bis langfristige Dimension der Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion darf nicht vernachlässigt werden. Es sollte ein neuer Konvergenzprozess in Richtung widerstandsfähigerer Wirtschaftsstrukturen eingeleitet werden, der mit einer

weitergehenden Souveränitätsteilung im Bereich der Wirtschafts- und Finanzpolitik einhergeht. Diese müsste den allmählichen Übergang von einer regelgebundenen Koordinierung zu einer gemeinsamen Entscheidungsfindung beinhalten.

## Kasten 7

# Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2016

**Am 17. November 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Stellungnahmen zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2016 von Euro-Ländern, die nicht einem Finanzhilfeprogramm unterliegen.**<sup>1</sup> Darin wird beurteilt, inwieweit die Pläne der Regierungen den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) entsprechen und ob den Leitlinien Folge geleistet wird, die vom Europäischen Rat in den am 14. Juli 2015 vom Rat „Wirtschaft und Finanzen“ verabschiedeten länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2015 festgelegt wurden.<sup>2</sup>

**In ihrer Bewertung konstatiert die Kommission bei lediglich 5 der 16 überprüften Übersichten eine vollständige Einhaltung der Vorgaben des SWP.** Die Kommission kommt zu dem Schluss, dass die Pläne von Deutschland, Estland, Luxemburg, den Niederlanden und der Slowakei (welche dem präventiven Teil des SWP unterliegen) den Vorgaben des SWP entsprechen, wobei sie jedoch darauf hinweist, dass die Niederlande 2015/2016 erheblich von ihrem mittelfristigen Haushaltsziel abweichen werden und die Slowakei nur geringe Fortschritte bei der Reduzierung ihres noch immer hohen Strukturdefizits erzielen wird. In Bezug auf sieben Länder stellt sie lediglich eine weitgehende Einhaltung der Vorgaben<sup>3</sup> fest: Belgien, Irland, Lettland, Malta, Slowenien und Finnland, die der präventiven Komponente unterliegen, und Frankreich, das sich derzeit in einem Defizitverfahren befindet. Bei vier Ländern besteht nach Ansicht der Kommission das Risiko der Nichteinhaltung des SWP. In dieser Gruppe ist Spanien vertreten, dessen Frist im Defizitverfahren im Jahr 2016 abläuft. Zu den Ländern im präventiven Teil des SWP zählen Italien, Österreich und Litauen, deren Defizitverfahren in den Jahren 2012 (Italien) bzw. 2013 (Litauen und Österreich) endete. Die Länder, bei denen keine vollständige Einhaltung festgestellt wurde, sind aufgefordert, die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um sicherzustellen, dass die Haushaltsplanungen die Vorgaben des SWP erfüllen. Ein Risiko der Nichteinhaltung der Vorgaben besteht auch in Portugal, das bis zum Ablauf

<sup>1</sup> Die Übersichten über die Haushaltsplanung wurden bis Mitte Oktober 2015 im Einklang mit der Verordnung (EU) Nr. 473/2013 (Teil des „Zweierpakets“ oder „Two-pack“) erstellt. Die Übersicht über die Haushaltsplanung Spaniens wurde bereits am 11. September 2015 bei der Europäischen Kommission eingereicht.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2015, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

<sup>3</sup> Aus den Stellungnahmen der Kommission zu Ländern, denen sie eine weitgehende Einhaltung des SWP bescheinigt, geht nicht hervor, in welchem Maße die Vorgaben jeweils eingehalten werden. Bei drei Ländern, die der präventiven Komponente des SWP unterliegen – Belgien, Malta und Slowenien (diese Länder würden bei Einstellung ihrer Defizitverfahren bis zum Ablauf der Frist im Jahr 2015 dieser Komponente zugerechnet) –, besteht der Kommissionsprognose zufolge aufgrund ihrer erheblichen Abweichung von der Ausgabenregel in Verbindung mit einer unzureichenden Entwicklung des strukturellen Haushaltssaldos nur knapp unterhalb der Signifikanzschwelle ein eindeutiges Risiko der Nichteinhaltung.

der Frist Mitte Oktober keine Übersicht über die Haushaltsplanung eingereicht hatte, da seit den Parlamentswahlen noch keine neue Regierung gebildet wurde. Die Euro-Gruppe regte die Einführung von Regeln für den Umgang mit einer verfrühten oder verspäteten Einreichung der Übersichten über die Haushaltsplanung an.

**Die Überprüfung der Haushaltsplanungen offenbarte erneut die zunehmende Komplexität und mangelnde Transparenz des Haushaltsüberwachungsrahmens, was die Euro-Gruppe dazu veranlasste, die Kommission in ihrer Erklärung vom 23. November 2015 ausdrücklich dazu aufzufordern, Transparenz und Berechenbarkeit des Verfahrens zu erhöhen.** Die Komplexität ergibt sich daraus, dass verschiedene Vorschriften nebeneinander existieren. Bei der präventiven Komponente des SWP wurde im Rahmen des im Jahr 2011 in Kraft getretenen Sechserpakets („Six-pack“) – aus gutem Grund – die Ausgabenregel als zusätzlicher Indikator für die Konsolidierungsanstrengungen eingeführt. Dieser Indikator soll gewährleisten, dass unerwartete Mehreinnahmen, die den strukturellen Finanzierungssaldo verbessern, nicht als Konsolidierungsanstrengungen eingestuft, sondern vollständig zur Schuldenrückführung eingesetzt werden. Vermitteln die beiden Indikatoren (Struktursaldo und Ausgabenregel) widersprüchliche Aussagen über die Einhaltung der strukturellen Konsolidierungsanforderungen nach dem SWP, nimmt die Kommission eine Gesamtbewertung vor, um zu entscheiden, welchen der beiden fiskalischen Indikatoren sie ihrer abschließenden Bewertung zugrunde legt. Da es dem bei der Gesamtbewertung angewandten Verfahren jedoch noch immer an vollständiger Transparenz mangelt, wird die Einschätzung erschwert, ob es einheitlich angewandt wird. Darüber hinaus kann das „Einfrieren“ der Anpassungsanforderungen auf der Grundlage früherer Kommissionsprognosen zu einem verzerrten Urteil darüber führen, ob die Finanzpolitik die Vorgaben des SWP einhält.<sup>4</sup> Zwar wurde dieses Verfahren eingeführt, um den Staaten angesichts der mit den Schätzungen der Produktionslücke und des strukturellen Finanzierungssaldos verbundenen Volatilität eine zuverlässige Orientierungshilfe zu bieten, doch kann es Inkonsistenzen zwischen den einzelnen Ländern hervorrufen oder gar dazu führen, dass Länder, die erheblich von ihrem mittelfristigen Haushaltsziel abweichen, so eingestuft werden, als würden sie dieses Ziel erfüllen und die Regeln vollständig einhalten (dies traf bei der diesjährigen Bewertung der Haushaltsübersichten beispielsweise auf die Niederlande zu; siehe Tabelle).

**Darüber hinaus kann die von der Kommission im Januar 2015 eingeführte Klausel zu Strukturreformen und Investitionen die strukturellen Konsolidierungsanforderungen auch für solche Länder reduzieren, die ihre mittelfristigen Haushaltsziele nicht erreichen und sehr hohe Schuldenquoten aufweisen.** So wurden die für Italien festgelegten strukturellen Konsolidierungsanforderungen für das Jahr 2016 beispielsweise im Frühjahr 2015 durch die Anwendung der Strukturreformklausel verringert; die Übersicht über die Haushaltsplanung des Landes sieht noch weiteren Spielraum im Rahmen der Klausel

**Darüber hinaus kann die von der Kommission im Januar 2015 eingeführte Klausel zu Strukturreformen und Investitionen die strukturellen Konsolidierungsanforderungen auch für solche Länder reduzieren, die ihre mittelfristigen Haushaltsziele nicht erreichen und sehr hohe Schuldenquoten aufweisen.** So wurden die für Italien festgelegten strukturellen Konsolidierungsanforderungen für das Jahr 2016 beispielsweise im Frühjahr 2015 durch die Anwendung der Strukturreformklausel verringert; die Übersicht über die Haushaltsplanung des Landes sieht noch weiteren Spielraum im Rahmen der Klausel

<sup>4</sup> Die Methode des „Einfrierens“ sieht vor, dass die Anforderungen für das Jahr  $t$  auf Basis der Daten der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission im Jahr  $t-1$  festgelegt werden. Die Anforderungen auf Grundlage der günstigsten Prognose seit dem Jahr  $t-1$  haben jedoch Vorrang vor den „eingefrorenen“ Anforderungen, falls sie beispielsweise darauf hindeuten, dass das Land sein mittelfristiges Haushaltsziel bereits erreicht hat.

zu Strukturreformen und Investitionen vor.<sup>5</sup> Somit bestehen in mehreren Ländern zunehmende Inkonsistenzen zwischen den strukturellen Konsolidierungsanforderungen gemäß der präventiven Komponente und jenen gemäß der Schuldenregel; der Kommissionsprognose zufolge ist für Belgien und Italien mit erheblichen Abweichungen von den Anforderungen der Schuldenregel zu rechnen.<sup>6</sup>

**Für Länder, die sich in einem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit befinden, ergibt sich eine Asymmetrie, wird ihnen doch eine weitgehende Einhaltung des SWP bescheinigt, wenn ihre strukturelle Anpassung hinter der Anforderung zurückbleibt, sie aber dennoch das Defizitziel erreichen dürften.**

### Übersichten über die Haushaltsplanung 2016

Stellungnahme der Kommission zur Einhaltung des SWP	Mittelfristiges Haushaltsziel (in % des BIP)	Struktureller Finanzierungssaldo 2016 (Herbstprognose 2015 der Europäischen Kommission) (in % des BIP)	Tatsächliche strukturelle Anpassung 2016 (Herbstprognose 2015 der Europäischen Kommission) (in Prozentpunkten)	Verpflichtende strukturelle Verbesserung 2016 gemäß SWP (in Prozentpunkten)
<b>„Einhaltung“</b>				
<b>Estland</b> (präventiver Teil)	0,0	0,2	-0,1	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
<b>Deutschland</b> (präventiver Teil)	-0,5	0,7	-0,2	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
<b>Luxemburg</b> (präventiver Teil)	0,5	0,9	0,2	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
<b>Niederlande</b> (präventiver Teil)	-0,5	-1,4	-0,3	-0,2
<b>Slowakei</b> (präventiver Teil)	-0,5	-2,0	0,0	0,25
<b>„Weitgehende Einhaltung“</b>				
<b>Belgien</b> (präventiver Teil)	0,75	-2,1	0,4	0,6
<b>Finnland</b> (präventiver Teil)	-0,5	-1,5	0,2	0,5
<b>Lettland</b> (präventiver Teil)	-1,0	-1,9	0,2	0,3
<b>Malta</b> (präventiver Teil)	0,0	-1,7	0,4	0,6
<b>Frankreich</b> (Frist im Defizitverfahren: 2017)	-0,4	-2,4	0,3	0,8
<b>Irland</b> (Frist im Defizitverfahren: 2015)	0,0	-2,1	0,8	0,6
<b>Slowenien</b> (Frist im Defizitverfahren: 2015)	0,0	-2,5	0,2	0,6
<b>„Risiko der Nichteinhaltung“</b>				
<b>Österreich</b> (präventiver Teil)	-0,45	-1,0	-0,4	0,1
<b>Italien</b> (präventiver Teil)	0,0	-1,5	-0,5	0,1
<b>Litauen</b> (präventiver Teil)	-1,0	-1,4	-0,2	0,1
<b>Spanien</b> (Frist im Defizitverfahren: 2016)	0,0	-2,6	-0,1	1,2
<b>Portugal</b> (Frist im Defizitverfahren: 2015) <sup>1)</sup>	-0,5	-2,3	-0,5	0,6

Quellen: Europäische Kommission und AMECO.

Anmerkung: Bei Ländern im Defizitverfahren werden die Übersichten über die Haushaltsplanung von der Kommission als „weitgehende Einhaltung“ bewertet, wenn diese in ihrer Herbstprognose 2015 damit rechnet, dass das Defizitziel zwar erreicht wird, die Konsolidierung aber merklich hinter der Empfehlung gemäß Defizitverfahren zurückbleibt, sodass deren Einhaltung gefährdet scheint. Ein „Risiko der Nichteinhaltung“ wird für Länder im Defizitverfahren gesehen, wenn die Kommissionsprognose für 2016 (vorbehaltlich der endgültigen Bestätigung) zur Aktivierung der nächsten Stufe des Defizitverfahrens führen könnte, da sowohl eine Verfehlung des empfohlenen Konsolidierungsumfanges als auch des empfohlenen Defizitziels erwartet wird. Ländern, die unter den präventiven Teil des SWP fallen, wird eine „weitgehende Einhaltung“ attestiert, wenn deren Haushaltsübersichten der Kommissionsprognose zufolge eine Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem zu seiner Erreichung vorgesehenen Anpassungspfad bewirken könnten, die Verfehlung der Vorgaben aber keine erhebliche Abweichung darstellen würde. Abweichungen von den nach dem präventiven Teil bestehenden Haushaltszielen werden als „erheblich“ klassifiziert, wenn sie in einem Jahr 0,5 % des BIP oder in zwei aufeinanderfolgenden Jahren durchschnittlich 0,25 % des BIP übersteigen. Sofern von der Kommission als relevant erachtet, wird diesen Mitgliedstaaten zugleich bescheinigt, dass sie den Richtwert für den Schuldenabbau einhalten. Ebenfalls im Geltungsbereich des präventiven Teils besteht laut Kommission ein „Risiko der Nichteinhaltung“ des SWP, wenn sie für 2016 eine erhebliche Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem zu seiner Erreichung erforderlichen Anpassungspfad bzw. „soweit anwendbar“, die Verfehlung des Richtwerts für den Schuldenabbau prognostiziert hat.

1) Portugal hat für 2016 keine Übersicht über seine Haushaltsplanung vorgelegt.

<sup>5</sup> Die Kommission hat für Italiens Haushaltsübersicht das Risiko der Nichteinhaltung des SWP festgestellt, da die Bemühungen um Strukturreformen hinter den Empfehlungen des Rates vom Juli 2015 zurückbleiben. Im Frühjahr 2016 wird die Kommission prüfen, ob dem Land weitere Flexibilität im Rahmen des SWP eingeräumt werden kann.

<sup>6</sup> Siehe EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

In der Tat sind diese Haushaltsplanungen mit einem gewissen Risiko behaftet, da die Kommission für jene Länder, bei denen im Nachhinein eine Verfehlung des empfohlenen jährlichen Defizitziels festgestellt wird, eine Verschärfung des Defizitverfahrens empfehlen müsste.

**In den Stellungnahmen der Kommission kommt zum Ausdruck, dass die strukturellen Konsolidierungsbemühungen vieler Euro-Länder auch im Jahr 2016 hinter den Richtwerten des SWP zurückbleiben dürften.**

Dies ist zum einen auf mangelnde Fortschritte bei der Erreichung der in der präventiven Komponente des SWP vorgesehenen mittelfristigen Haushaltsziele zurückzuführen. Zum anderen ist es einer unzureichenden strukturellen Haushaltskonsolidierung im Rahmen der korrektiven Komponente, d. h. des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, zuzuschreiben. Insbesondere ist laut der Herbstprognose 2015 der Kommission zu erwarten, dass es in den Ländern, die dem präventiven Teil des SWP unterliegen und ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, zu einer Lockerung des finanzpolitischen Kurses in Form einer entsprechenden Veränderung des strukturellen Saldos von durchschnittlich 0,2 % des BIP kommen wird, obwohl nach der präventiven Komponente des SWP eine Konsolidierung von 0,3 % des BIP vorgeschrieben ist.<sup>7</sup> Ebenso wird die durchschnittliche Konsolidierungsanstrengung von Staaten, die sich in einem Defizitverfahren befinden, auf 0,2 % des BIP prognostiziert, während diese Länder nach dem SWP zu einer Haushaltsanpassung in Höhe von 0,9 % des BIP verpflichtet sind. Indes planen jene Mitgliedstaaten, denen die Kommission für den Jahresbeginn 2016 eine Erfüllung des mittelfristigen Haushaltsziels bescheinigt hat, für den weiteren Jahresverlauf eine leichte Lockerung ihres finanzpolitischen Kurses im Umfang von durchschnittlich 0,2 Prozentpunkten des BIP. Hierin schlägt sich teilweise nieder, dass Deutschland einen Teil seiner Haushaltsüberschüsse zur finanziellen Bewältigung der anhaltenden Flüchtlingszuwanderung verwenden wird.<sup>8</sup>

**Die unzureichenden strukturellen Anpassungen in den einzelnen Mitgliedstaaten stehen im Einklang mit dem auf Euroraumebene insgesamt etwas expansiveren finanzpolitischen Kurs im nächsten Jahr.** Rechnet man den Einfluss des Konjunkturzyklus und des Niedrigzinsumfelds heraus, beläuft sich die Verringerung des konjunkturbereinigten Primärsaldos für das Eurogebiet im Jahr 2016 laut Kommissionsprognose auf 0,3 % des BIP.

**Die Kommission weist schließlich noch nachdrücklich darauf hin, dass die Staatsausgaben in ihrer derzeitigen Ausgestaltung weiterhin nicht hinreichend wachstumsfördernd sind.** So sind die jüngsten Bemühungen einer Reihe von Euro-Ländern zur Verringerung der steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit zwar

---

<sup>7</sup> Für zwei Länder, die dem präventiven Teil des SWP unterliegen (Belgien und Italien), stellt derzeit die Schuldenregel die striktere Bindung dar. Der Stellungnahme der Kommission zufolge beläuft sich die diesbezügliche Konsolidierungslücke 2016 in Belgien auf 1,5 Prozentpunkte des BIP und in Italien auf 3,7 Prozentpunkte des BIP; damit ist sie in beiden Ländern deutlich höher als die zur Annäherung an das mittelfristige Haushaltsziel geforderte strukturelle Anpassung. Die Kommission wird im Frühjahr 2016 erneut prüfen, ob die Eröffnung eines Defizitverfahrens gegen diese Länder auf Basis des Schuldenkriteriums angezeigt ist.

<sup>8</sup> In ihrer Prognose geht die Kommission davon aus, dass diese Mehrbelastungen deutlich geringer als in der Haushaltsplanung Deutschlands angenommen ausfallen werden.

ein Schritt in die richtige Richtung, doch die Zusammensetzung der Staatsausgaben ist nur in begrenztem Umfang wachstumsfreundlicher geworden; es wird weiterhin erwartet, dass der Anteil der vermögenswirksamen Ausgaben am BIP zurückgeht.

**Am 23. November appellierte die Euro-Gruppe an die Mitgliedstaaten, bei denen das Risiko der Nichteinhaltung der Regeln der präventiven Komponente besteht, zeitnah zusätzliche Schritte einzuleiten, um den Risiken entgegenzuwirken, die in Bezug auf eine Konvergenz in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels und die Befolgung der Schuldenregel bestehen.**

Die Länder, die vom korrektiven Teil des SWP erfasst sind, wurden aufgefordert, ihr übermäßiges Defizit fristgerecht zu beseitigen, und anschließend eine angemessene Annäherung an das mittelfristige Haushaltsziel sicherzustellen sowie die Schuldenregel zu beachten. In diesem Zusammenhang unterstrich die Euro-Gruppe die Bedeutung von struktureller Konsolidierung und Anpassungsmaßnahmen (Bottom-up-Ansatz) im Rahmen der korrektiven Komponente und stellte fest, dass die Erfüllung der Defizitziele allein möglicherweise nicht ausreicht, um eine dauerhafte Korrektur des übermäßigen Defizits zu gewährleisten. Dieser Orientierung für die Haushaltspolitik folgend haben sich Italien, Österreich und Litauen (präventiver Teil) sowie Spanien (korrektiver Teil) verpflichtet, die zur Schließung der von der Kommission festgestellten Konsolidierungslücke erforderlichen Maßnahmen einzuleiten und somit die Einhaltung des SWP sicherzustellen. Ferner forderte die Euro-Gruppe jene Mitgliedstaaten, deren Haushaltsplanungen die Bestimmungen des SWP weitgehend erfüllen, dazu auf, im Rahmen der nationalen Haushaltsverfahren die Erfüllung dieser Vorgaben sicherzustellen, und begrüßte die Zusage dieser Länder, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen.

**Die Euro-Gruppe wird im April 2016 die Folgemaßnahmen der Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung und die diesbezüglichen Zusagen der Mitgliedstaaten beurteilen.** Insbesondere appelliert die Euro-Gruppe an die Kommission, Transparenz und Berechenbarkeit des Überprüfungsverfahrens zu erhöhen. Dies ist in der Tat erforderlich, damit die Überprüfung der Haushaltsplanungen als Frühwarnmechanismus zur Feststellung und Beseitigung von Haushaltsungleichgewichten in den Ländern des Eurogebiets wirken kann.

# Aufsätze

## Gründe für den jüngsten Anstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet

*Die Zahl der Beschäftigten im Euroraum hat sich seit dem Mitte 2013 verzeichneten Nachkrisentief um mehr als 2,2 Millionen erhöht. Im vorliegenden Aufsatz werden die Ursachen und Merkmale dieses Anstiegs untersucht mit dem Ergebnis, dass er in einigen derjenigen Länder mit Abstand am höchsten ausfiel, deren Arbeitsmärkte am stärksten von der Krise betroffen waren. Zudem ist festzustellen, dass die Beschäftigung vor allem in Sektoren mit geringer Produktivität zugenommen hat. Zwar entfiel der überwiegende Teil des Nettozuwachses an Arbeitsplätzen in den letzten Quartalen auf hochqualifizierte, in Vollzeit beschäftigte Arbeitnehmer (im Gegensatz zu Selbstständigen), doch sind etwas mehr als die Hälfte der geschaffenen Stellen befristet. Auch Teilzeitarbeit ist in einigen Ländern weit verbreitet. Frauen und ältere Erwerbstätige haben besonders vom Aufschwung am Arbeitsmarkt profitiert, was die längerfristigen Trends der Beschäftigungsentwicklung im Eurogebiet widerspiegelt.*

### 1 Einleitung

**Nach fast fünf Jahren eines praktisch ununterbrochenen Stellenabbaus, der über 5,5 Millionen Arbeitnehmer betraf, stabilisierte sich die Beschäftigung im Euroraum im zweiten Quartal 2013. Seither hat sie sich um mehr als 2,2 Millionen erhöht.** Wenngleich dieser Anstieg den Arbeitsmärkten den dringend notwendigen Auftrieb verleiht, liegt die Beschäftigung noch immer etwa 2 % unterhalb des vor der jüngsten Krise verzeichneten Niveaus.

**In diesem Aufsatz werden die Ursachen für die Beschäftigungszunahme untersucht, die seit dem Nachkrisentief von Mitte 2013 im Euro-Währungsgebiet zu beobachten war. Der Fokus liegt dabei auf den größten Euro-Ländern.** In Ermangelung aktueller Daten zu den Beschäftigungsströmen<sup>1</sup> analysiert der Aufsatz die Faktoren, die hinter der jüngsten Erholung am Arbeitsmarkt stehen, um Einblick in die veränderte Zusammensetzung der Beschäftigung zu gewähren. Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die Beschäftigungsdynamik im Euroraum und untersucht dabei die Gründe für den Anstieg in den einzelnen Ländern. In Kasten 1 wird die im Eurogebiet nach der Krise verzeichnete Entwicklung jener in den Vereinigten Staaten gegenübergestellt. Kasten 2 gibt Aufschluss darüber, wie sich die jüngsten Strukturreformen auf die Arbeitsmärkte der am meisten von der Krise betroffenen Länder ausgewirkt haben. In Abschnitt 3 werden die sektorale Verteilung der Beschäftigungserholung im Euro-Währungsgebiet und in Abschnitt 4 die Arbeitnehmer- und Arbeitsplatzmerkmale im Zusammenhang mit den neu geschaffenen Stellen untersucht. Abschnitt 5 enthält Schlussfolgerungen, verbunden mit einigen politischen Empfehlungen.

<sup>1</sup> In der aktuellen Statistikverordnung der EU ist die Veröffentlichung dieser Daten für das Jahresende 2017 vorgesehen. Allerdings planen einige Mitgliedstaaten eine frühere Veröffentlichung auf freiwilliger Basis.



## 2 Jüngste Beschäftigungsentwicklung im Euro-Währungsgebiet

**Während der Wirtschaftskrise vom zweiten Quartal 2008 bis zum ersten Vierteljahr 2013 ging die Beschäftigung im Euroraum um nahezu 4 % gegenüber dem höchsten vor der Krise verzeichneten Stand zurück (siehe Abbildung 1). Die Zahl der Beschäftigten sank um mehr als 5,5 Millionen.**

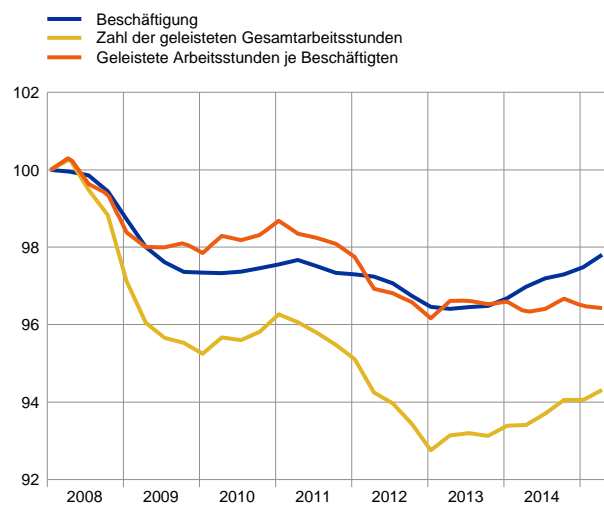
Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden fiel sogar noch stärker und liegt auch mehr als sieben Jahre später noch rund 6 % unter dem Vorkrisenniveau, worin ein erheblicher Stellenabbau sowie ein ausgeprägter und anhaltender Rückgang

der Arbeitsstunden je Beschäftigten zum Ausdruck kommen. Dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden stärker abnahm, ist teilweise auf die veränderte sektorale Zusammensetzung der Beschäftigung zurückzuführen (siehe Abschnitt 3).

### Abbildung 1

Beschäftigung und geleistete Arbeitsstunden im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Wirtschaftskrise

(Index: Q1 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Im zweiten Quartal 2013 erreichte die Beschäftigung im Eurogebiet ihren tiefsten Stand nach der Krise. Seither verzeichnet sie jedoch ein kontinuierlich positives vierteljährliches Wachstum, sodass der Euroraum im Sommer 2015 wieder 2,2 Millionen Erwerbstätige mehr zählte.** Wenn sich das aktuelle Beschäftigungswachstum (knapp 0,2 % gegenüber dem Vorquartal seit dem Beginn der Erholung) fortsetzt, dürfte die Zahl der Erwerbstätigen Mitte 2018 wieder so hoch sein wie vor der Krise. Dennoch verläuft die Erholung am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets bisher erheblich gedämpfter als in den USA; dort ist die Zahl der Beschäftigten deutlich gestiegen (siehe Kasten 1).

### Kasten 1

Die Geschichte zweier Krisen: Jüngste Beschäftigungsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

**Die Krise forderte mit Blick auf die Beschäftigtenzahlen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten einen hohen Tribut.** Auf dem Tiefpunkt der Entwicklung gingen in den USA nahezu 8 Millionen Arbeitsplätze (ungefähr 5,5 % aller Stellen vor der Rezession) verloren, und im Eurogebiet waren es rund 5,5 Millionen (knapp 4 %). Wie in Abbildung A gezeigt, war die zyklische Beschäftigungsdynamik im Euroraum und in den USA nach dem Beginn der Rezession von 2008 und 2009 (die in den USA ein Quartal früher als im Eurogebiet einsetzte) recht unterschiedlich.<sup>2</sup> So hat sich die Beschäftigung in den USA nach einem viel rascheren und stärkeren, im unmittelbaren Anschluss an die Rezession verzeichneten Rückgang seit Beginn des Jahres 2011 wieder kräftig erholt. Über 10 Millionen Arbeitsplätze sind seither neu entstanden. Der

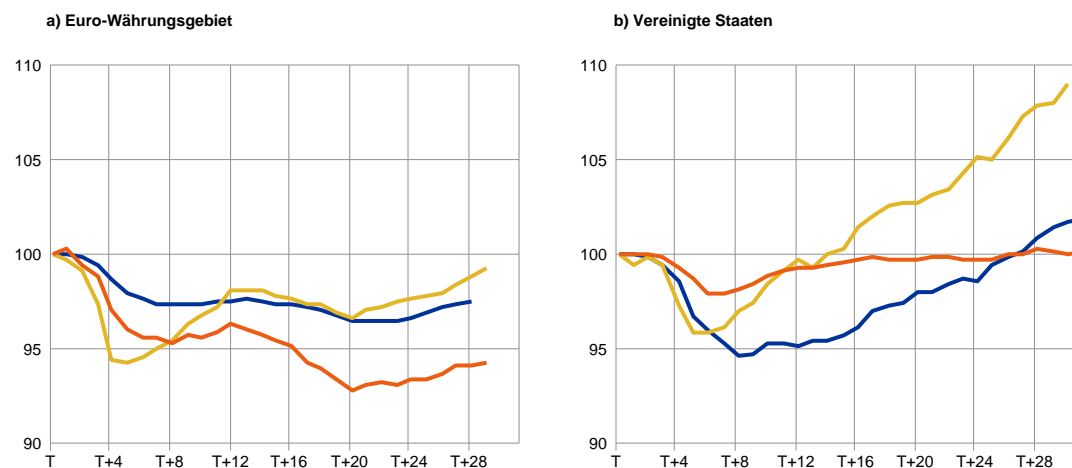
<sup>2</sup> Die Beschäftigungsangaben für die USA beziehen sich auf die Gesamtzahl an Arbeitsstellen (wohinter sich auch ein gewisser Anteil von Arbeitnehmern mit mehreren Beschäftigungsverhältnissen verbergen kann), während die Angaben für das Eurogebiet auf der Gesamtzahl der Beschäftigten beruhen.

## Abbildung A

### Beschäftigungsentwicklung und durchschnittlich geleistete Wochenarbeitsstunden seit Beginn der weltweiten Rezession im Jahr 2008

(BIP-Höchststand vor der Krise = 100; Quartale seit BIP-Höchststand (T))

— Beschäftigung  
— BIP  
— Durchschnittlich geleistete Wochenarbeitsstunden je Beschäftigten



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

Anmerkung: Der BIP-Höchststand vor der Krise bezieht sich im Euro-Währungsgebiet auf das erste Quartal 2008 und in den Vereinigten Staaten auf das vierte Quartal 2007. Die durchschnittlich geleisteten Wochenarbeitsstunden je Beschäftigten beziehen sich in den USA auf die gesamte Privatwirtschaft.

Beschäftigungsstand übertrifft das Niveau vor der Krise inzwischen um nahezu 2 %. Dagegen liegt die Zahl der Beschäftigten im Euroraum noch immer 2 % unter dem Vorkrisenniveau. Hier hatte sich die Krise – unter anderem im Zuge der globalen Rezession und in Verbindung mit einer zweiten Rezession im Eurogebiet zwischen dem letzten Quartal 2011 und dem Anfangsquartal 2013 – länger hingezogen. Gleichwohl sind seit dem Durchschreiten der Talsohle am Arbeitsmarkt Mitte 2013 wieder 2,2 Millionen neue Arbeitsstellen hinzugekommen.

**Die heftigeren Ausschläge am US-Arbeitsmarkt sind kein Spiegelbild eines ausgeprägteren Konjunktabschwungs**, denn das reale BIP war infolge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise im Euro-Währungsgebiet stärker zurückgegangen als in den USA. So schrumpfte die Wirtschaftsleistung im Euroraum in der Spitze um 5,8 % gegenüber einem Rückgang um 4,2 % in den Vereinigten Staaten. Die Ursache für die verhaltenere Anpassung der Beschäftigtenzahlen im Euroraum, insbesondere in der Rezession von 2008 bis 2009, hängt wohl in Teilen damit zusammen, dass hier die Anpassung der durchschnittlichen Arbeitszeit stärker im Vordergrund stand.<sup>3</sup> Wie aus Abbildung A hervorgeht, verminderte sich die Zahl der durchschnittlichen Wochenarbeitsstunden je Beschäftigten mit Beginn der Rezession 2008/2009 im Euro-Währungsgebiet deutlicher als in den USA und liegt noch immer erheblich unter ihrem Stand vor der Krise.

<sup>3</sup> In beiden Wirtschaftsräumen hatten die Unternehmen auf die Rezession mit einer Absenkung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ihrer Belegschaften reagiert. In den USA verbarg sich hinter den rückläufigen Gesamtarbeitsstunden jedoch in wesentlich stärkerem Maß ein Abbau von Arbeitsplätzen, während im Euroraum, und hier insbesondere in der Industrie, überwiegend die durchschnittlich geleistete Wochenarbeitszeit je Beschäftigten – häufig im Rahmen öffentlich geförderter Kurzarbeitsmodelle – zurückgefahren wurde. Siehe auch EZB, Entwicklungen am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten seit Beginn der weltweiten Finanzkrise, Kasten 7, Monatsbericht August 2013.

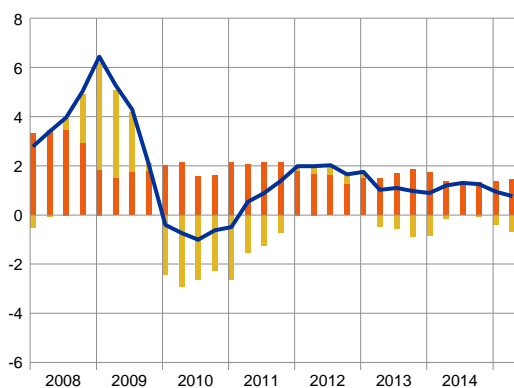
## Abbildung B

### Entwicklung der Arbeitskosten, der Produktivität und des Arbeitnehmerentgelts seit Beginn der weltweiten Rezession im Jahr 2008

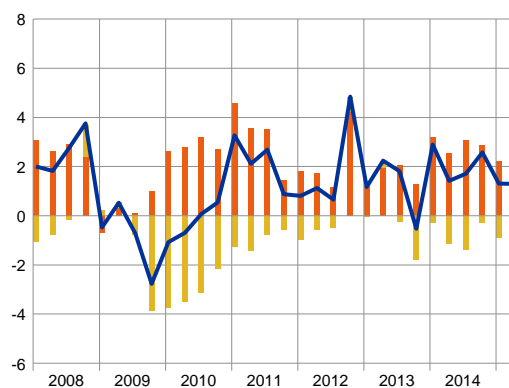
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Produktivitätsangaben invertiert)

— Lohnstückkosten  
— Produktivität je Beschäftigten  
— Entgelt je Beschäftigten

a) Euro-Währungsgebiet



b) Vereinigte Staaten



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

Anmerkung: Der BIP-Höchststand vor der Krise bezieht sich im Euro-Währungsgebiet auf das erste Quartal 2008 und in den Vereinigten Staaten auf das vierte Quartal 2007. Das Produktivitätswachstum ist invertiert, da eine positive Produktivitätsentwicklung zur Dämpfung des Wachstums der Lohnstückkosten beiträgt.

### Eine unterschiedliche Lohnkostendynamik im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten dürfte ebenfalls zu der divergierenden Beschäftigungsentwicklung beigetragen haben (siehe Abbildung B).

Die Arbeitskosten im Euroraum zogen im Verlauf der ersten Krisenphase vor dem Hintergrund einer rückläufigen Produktivität, in der eine stärkere Arbeitskräftehortung als in den USA zum Ausdruck kam, kräftig an. Das durchschnittliche Lohnwachstum im Euroraum (gemessen an der jährlichen Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer<sup>4</sup>) beläuft sich seit Beginn der globalen Rezession auf rund 1,9 % (wobei es sich mit der zweiten Rezession im Eurogebiet im Schlussquartal 2011 leicht verlangsamt), verglichen mit 2,3 % in den Vereinigten Staaten. In der Gesamtschau trägt die negative Produktivitätsentwicklung, die aus der insbesondere bei Krisenausbruch hohen Arbeitskräftehortung resultiert, jedoch zur Erklärung des insgesamt stärkeren Wachstums der Lohnstückkosten im Euroraum seit Ausbruch der Krise bei. Diese erhöhten sich jahresdurchschnittlich um rund 1,7 %, verglichen mit 1,3 % in den Vereinigten Staaten. Unterdessen wurde der stärkere Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in den USA in größerem Umfang als im Euroraum durch eine günstigere Produktivitätsentwicklung, die zur Bremsung des Lohnstückkostenwachstums beitrug, kompensiert.

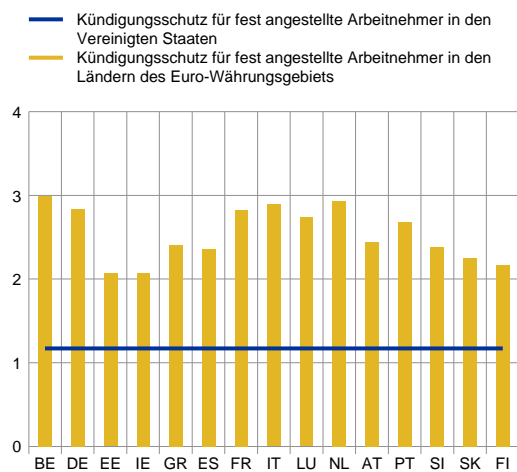
**Zu einem gewissen Teil dürften für die deutlich schwungvollere Erholung der US-Beschäftigung seit der weltweiten Rezession auch institutionelle Faktoren verantwortlich sein.** Im Euroraum wurden nicht nur die viel zitierten, öffentlich geförderten Kurzarbeitsmodelle in stärkerem Maße in Anspruch genommen, sondern auch die Kündigungsschutzbestimmungen sind deutlich stärker ausgeprägt als in den USA. Abbildung C verdeutlicht auf der Grundlage zusammenfassender OECD-Indikatoren für die

<sup>4</sup> Die Profile ähneln sich, ganz gleich, ob die Beschäftigtenzahl oder die geleisteten Arbeitsstunden zugrunde gelegt werden.

## Abbildung C

### Ausprägung des Kündigungsschutzes

(Sechs-Punkte-Skala, 0 = am wenigsten restriktiv, 6 = am restriktivsten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die zusammenfassenden Kündigungsschutzindikatoren stammen aus der 2013 aktualisierten Datenbank der OECD und der interamerikanischen Entwicklungsbank (IDB) zum Kündigungsschutz (OECD/IDB Employment Protection Database). Die Angaben zu Slowenien beziehen sich auf das Jahr 2014. Zypern, Lettland, Litauen und Malta sind wegen mangelnder Kündigungsschutzdaten nicht aufgeführt. „Kündigungsschutz für fest angestellte Arbeitnehmer“ bezieht sich auf den Grad an Schutz von (und die Entlassungskosten für) Arbeitnehmern mit festen (nicht befristeten) Arbeitsverträgen vor Einzel- und Massenentlassungen. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Berücksichtigung von Arbeitnehmern in befristeten Arbeitsverhältnissen (wenngleich die Differenz noch größer ausfällt).

Kündigungsschutzregelungen in den 15 Euro-Ländern mit entsprechend verfügbaren Daten, dass selbst in den Euro-Ländern mit den am schwächsten ausgeprägten

Kündigungsschutzbestimmungen (Estland, Irland und Finnland) fest angestellte Arbeitnehmer erheblich stärkeren Kündigungsschutz genießen als in den Vereinigten Staaten. Die Messgröße für den Kündigungsschutz in diesen drei Ländern des Eurogebiets liegt lediglich gut eine Standardabweichung vom synthetischen Euroraum-Durchschnitt entfernt, während die Entfernung der entsprechenden US-Kennziffer drei Standardabweichungen beträgt.<sup>5</sup> Der Kündigungsschutz dürfte in temporären Abschwungsphasen einen dämpfenden Einfluss auf die Beschäftigungsreaktion haben.

Verhindert er hingegen bei länger andauernden konjunkturellen Veränderungen Restrukturierungen auf Unternehmensebene, oder vermindert er aufgrund hoher potenzieller Anpassungskosten<sup>6</sup> die Anreize der Unternehmen, Neueinstellungen vorzunehmen, so kann der Kündigungsschutz den

Anpassungsprozess hinauszögern und sich letztlich in einer verlangsamten und schwächeren Erholung der gesamtwirtschaftlichen Beschäftigung niederschlagen.

### Der strengere Arbeitnehmerkündigungsschutz im Euroraum und die stärkere Inanspruchnahme stellenerhaltender Kurzarbeitsmodelle haben zu einer Dämpfung des Stellenabbaus im anfänglichen Krisenverlauf beigetragen.

Allerdings könnte der starke Kündigungsschutz und der fortgesetzte Rückgriff auf Kurzarbeitsregelungen in einigen Euro-Ländern aber auch die Anpassung am Arbeitsmarkt des Eurogebiets<sup>7</sup> verlangsamt und die strukturelle Reallokation der Arbeit hin zu rascher wachsenden Unternehmen und Sektoren während der Erholungsphase zusätzlich behindert haben.<sup>8</sup>

<sup>5</sup> Ähnliche Resultate zeigt auch die Anwendung von Kündigungsschutzregelungen auf Beschäftigte mit befristeten Arbeitsverträgen, wengleich die länderspezifischen Unterschiede im Euroraum beträchtlich sind und in den vergangenen Jahren in etlichen Euro-Ländern erhebliche Anstrengungen zur Erhöhung der Beschäftigungsflexibilität unternommen wurden.

<sup>6</sup> Siehe O. Blanchard und J. Wolfers, The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence, in: The Economic Journal, Bd. 110, Nr. 462, Conference Papers, 2000, S. C1-C33.

<sup>7</sup> So der Vorschlag Mario Draghis in seinem Vortrag „Unemployment in the euro area“ auf dem Economic Policy Symposium bei der Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole am 22. August 2014.

<sup>8</sup> Siehe beispielsweise E. J. Bartelsman, P. A. Gautier und J. de Wind, Employment Protection, Technology Choice, and Worker Allocation, De Nederlandsche Bank Working Paper, Nr. 295, Mai 2011.

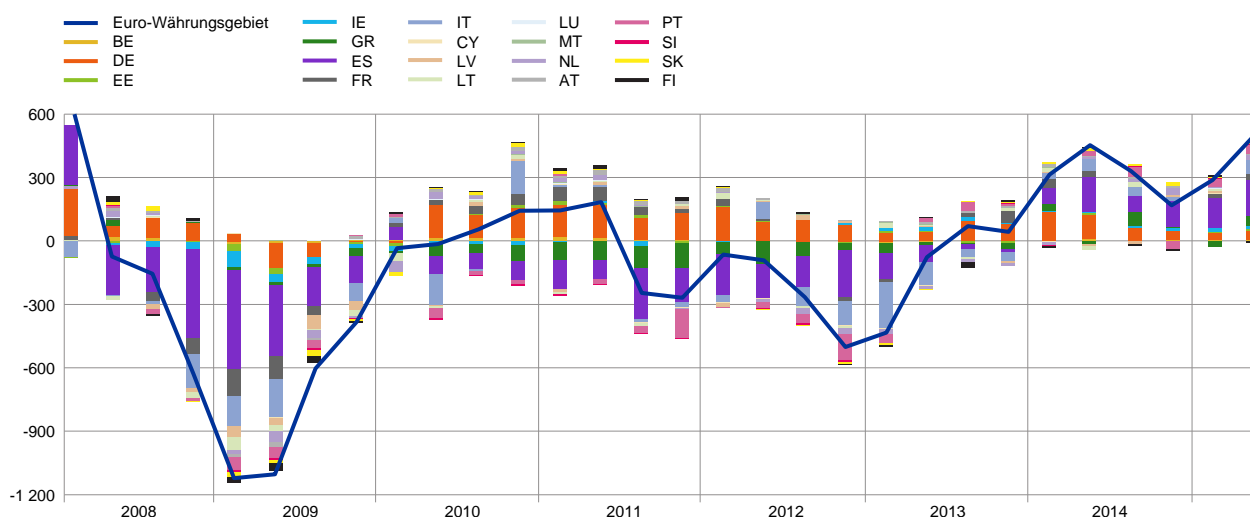
**Unter dem Strich hat die gemeinhin größere Flexibilität am US-Arbeitsmarkt dazu beigetragen, dass sich das Beschäftigungsniveau während der Krise dort wesentlich schneller anpasste und das Stellenwachstum anschließend rascher wieder anzog als im Euroraum.** Die zügigere Anpassung in den USA nach der Krise scheint die Kombination aus einer stärkeren und schnelleren Konjunkturerholung, verhältnismäßig geringfügigeren Anpassungen bei den geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten, einem niedrigeren Kündigungsschutzniveau und einem stärkeren Beitrag der Produktivitätsentwicklung zur Eindämmung des Arbeitskostenwachstums widerzuspiegeln. In der Folge liegt die Beschäftigung in den USA inzwischen 2 % über ihrem Vorkrisenniveau, und die wöchentlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten tendieren wieder aufwärts, während das Wachstum der Arbeitskosten verhalten bleibt.

**Zwei große Euro-Länder, nämlich Deutschland und Spanien, waren für fast zwei Drittel des Gesamtanstiegs der Beschäftigtenzahl im Euroraum seit dem zweiten Jahresviertel 2013 verantwortlich (siehe Abbildung 2 und Tabelle). Die Zahl der Beschäftigten in diesen beiden Ländern erhöhte sich um 592 000 bzw. 724 000.** Ausschlaggebend hierfür waren nicht nur Effekte, die sich aufgrund der Ländergröße ergeben: In Frankreich und Italien nahm die Zahl der Erwerbstätigen im selben Zeitraum nur um 190 000 bzw. 127 000 zu, was etwa 15 % des Gesamtanstiegs im Eurogebiet ausmachte. Die anderen Länder leisteten einen Beitrag in Höhe von insgesamt 252 000, nachdem in vielen am stärksten von der Krise betroffenen Ländern eine kräftige zyklische Erholung der Beschäftigung zu verzeichnen war.

## Abbildung 2

Entwicklung der Beschäftigtenzahl im Euro-Währungsgebiet und Länderbeiträge seit Beginn der Wirtschaftskrise

(Veränderung gegen Vorquartal in Tsd)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

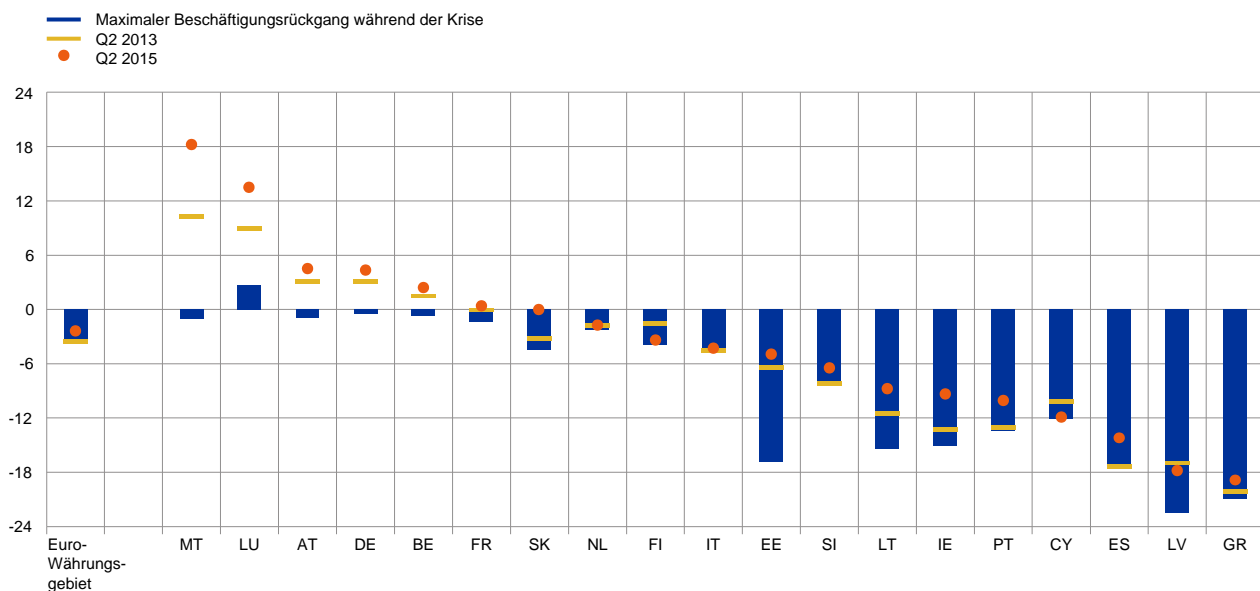
Anmerkung: Die Krise beginnt nach dem BIP-Höchststand im Euro-Währungsgebiet.

**Auffällig an der jüngsten Entwicklung war ein beträchtlicher Beschäftigungszuwachs in einigen zuvor finanziell angeschlagenen Ländern, deren Arbeitsmärkte besonders von der Krise in Mitleidenschaft gezogen worden waren.** Zwar war die Erholung in Spanien, was den Nettozuwachs an Arbeitsplätzen betrifft, besonders ausgeprägt (Spanien zeichnete für gut ein Drittel des im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Vierteljahr 2015 im Euroraum insgesamt beobachteten Beschäftigungsanstiegs verantwortlich),<sup>9</sup> doch machte die Zunahme der Beschäftigtenzahl nur weniger als ein Fünftel des insgesamt während der Krise in Spanien erlittenen Verlustes an Arbeitsplätzen wett (siehe Abbildung 3).<sup>10</sup>

### Abbildung 3

#### Abweichung der Beschäftigung von ihrem Höchststand vor der Krise und Veränderung seit dem zweiten Quartal 2013

(Abweichung der Beschäftigung von ihrem Vorkrisenhöchststand in %; Länderrangfolge nach Stärke der Erholung (Stand: Q2 2015))



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Vorkrisenhöchststände sind länderspezifisch und liegen zwischen dem ersten Quartal 2007 und dem zweiten Quartal 2009, um früheren oder verzögerten Auswirkungen der Krise Rechnung zu tragen. Die jüngsten Angaben zu Luxemburg beziehen sich auf das erste Quartal 2015.

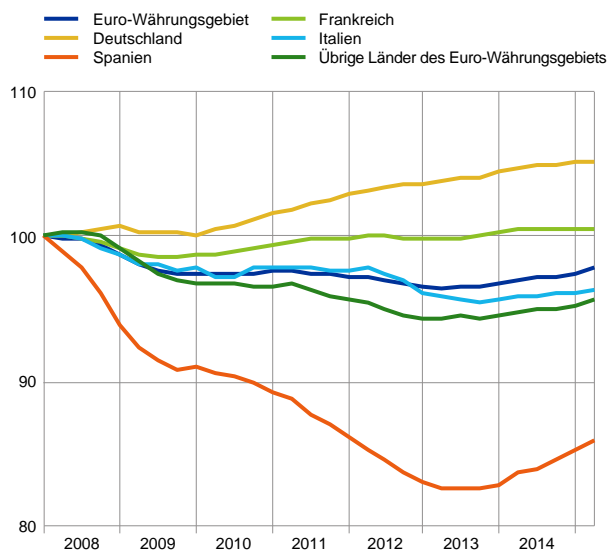
**Die Erholung der Arbeitsmarktlage im Euroraum wurde neben der Entwicklung in Spanien auch durch ein erhebliches Beschäftigungswachstum in Irland, Griechenland und Portugal begünstigt.** Zusammengenommen leisteten diese drei Länder einen Beitrag von rund 15 % zum euroraumweiten Anstieg der Erwerbstätigenzahl seit dem zweiten Quartal 2013. Diese Größenordnung entspricht in etwa dem kombinierten Wachstumsbeitrag, der von den beiden deutlich größeren Ländern Frankreich und Italien ausging, wenngleich im Lauf der Krise sehr unterschiedliche Wachstumsprofile in Bezug auf die Beschäftigung zutage traten.

<sup>9</sup> Somit übertrifft die jüngste Zunahme in Spanien trotz des deutlichen Größenunterschieds zwischen dem deutschen und dem spanischen Arbeitsmarkt sogar den im selben Zeitraum verzeichneten starken Nettoanstieg in Deutschland. Die Zahl der Erwerbspersonen und der Personen im erwerbsfähigen Alter ist in Deutschland etwa doppelt so hoch wie in Spanien.

<sup>10</sup> Siehe beispielsweise EZB, Die Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf die Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2014.

**Abbildung 4**  
Beschäftigungsentwicklung in ausgewählten Ländern  
des Euro-Währungsgebiets

(Index: Q1 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015.

**Abbildung 4 zeigt die unterschiedlichen Beschäftigungsprofile der vier größten Euro-Länder seit dem Beginn der Krise.** Während sich die Zahl

der Erwerbstätigen in Deutschland seit dem Beginn der Rezession im Jahr 2008 fast ununterbrochen erhöhte, musste Spanien bis zur jüngsten Kehrtwende kontinuierlich Jobverluste hinnehmen. Folglich liegt die Beschäftigung in Deutschland derzeit 5 % über dem Vorkrisenniveau (noch höhere Werte verzeichnen lediglich Luxemburg und Malta), wohingegen die Zahl der Erwerbstätigen in Spanien trotz der kräftigen Erholung noch immer 15 % hinter dem Höchststand vor der Krise zurückbleibt. In Frankreich wurde der Vorkrisenstand – größtenteils aufgrund des beträchtlichen Beschäftigungszuwachses im Staatssektor – geringfügig überschritten (siehe Tabelle). In Italien waren die negativen Auswirkungen der Krise auf die Arbeitsmarktlage sehr viel dauerhafter. Anders als im Euroraum insgesamt und in vielen kleineren Euro-Ländern ist die Beschäftigung dort weitgehend unverändert geblieben.

## Kasten 2

### Arbeitsmarktreformen in Irland, Spanien und Portugal

**Vorliegender Kasten liefert eine Bestandsaufnahme der von 2011 bis 2014 in Irland, Spanien und Portugal durchgeführten Arbeitsmarktreformen.** In allen drei Ländern – besonders in Spanien und Portugal, deren Arbeitsmarktstrukturen stärkere Verkrustungen aufwiesen als in Irland – zielten die Reformen darauf ab, die Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte und die Vermittelbarkeit von Arbeitssuchenden zu verbessern.

**Wenngleich eine abschließende Bewertung noch nicht möglich ist, so ist es doch wahrscheinlich, dass die jüngste positive Entwicklung an den Arbeitsmärkten der genannten Länder mit diesen Reformen in Zusammenhang steht. Dafür spricht die rasche Reaktion der Beschäftigungs- und Arbeitslosenzahlen auf das BIP-Wachstum (siehe Abbildung).** Dennoch bestehen einige der vor der Krise beobachteten Probleme in Spanien und Portugal zu einem großen Teil noch immer fort. So sind die dortigen Arbeitsmärkte in erheblichem Maße segmentiert, was durch die Tatsache verdeutlicht wird, dass die neu geschaffenen Stellen in der Mehrzahl befristet sind. Gleichzeitig ist die Arbeitslosigkeit nach wie vor sehr hoch. Zwar sind die derzeit erkennbaren Anzeichen einer Erholung am Arbeitsmarkt ermutigend, doch bedarf es weiterer politischer Maßnahmen in diesen Ländern, um die noch bestehenden Rigiditäten und Ineffizienzen zu beseitigen.

## Irland

**Die von Irland im Betrachtungszeitraum unternommenen Reformanstrengungen hatten im Wesentlichen zwei Zielsetzungen: eine Verbesserung der Effizienz des Lohnfindungssystems und eine Stärkung der aktiven Arbeitsmarktpolitik.**

**Die Reform des Lohntarifsystems beinhaltete vor allem eine Überarbeitung der Mindestlohnvorschriften und der Regulierung der Arbeitsbedingungen in einigen Sektoren durch die Beschäftigungsverordnungen (Employment Regulation Orders – EROs) und die eingetragenen Beschäftigungsvereinbarungen (Registered Employment Agreements – REAs).** Im Rahmen der Reform wurde die Zahl der Branchenmindestlöhne gestrafft und ihr Anwendungsbereich eingeschränkt. Außerdem wurde die Anpassung der Vereinbarungen bei einer veränderten Wirtschaftslage erleichtert. Diese Reformen wurden 2011 und 2013 aufgrund der Rechtsprechung kassiert und die EROs und REAs für verfassungswidrig erklärt.

**Die aktive Arbeitsmarktpolitik hatte eine verbesserte Aktivierung der Arbeitslosen und deren leichtere Vermittelbarkeit zum Ziel.** So sollte unter anderem die Profilerstellung bei Arbeitslosigkeit vereinfacht werden. Eine zentrale Anlaufstelle für alle Fragen zur Beschäftigungsförderung und Einkommensunterstützung wurde im Jahr 2012 eingerichtet. Das Konzept wird seither nach und nach umgesetzt.

**Verglichen mit Irland umfassten die Reformbemühungen in Spanien und Portugal ein deutlich breiteres Spektrum an arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen. Dies war erforderlich, da die Arbeitsmärkte der beiden Staaten noch weitaus ineffizienter und starrer waren.** Durch die Arbeitsmarktreformen in Spanien und Portugal sollten in erster Linie die Einstellung auf der Grundlage unbefristeter Arbeitsverhältnisse erleichtert, die Effizienz des Tarifverhandlungssystems erhöht, die Arbeitszeitflexibilität gesteigert, eine aktive Arbeitsmarktpolitik gefördert und Verzerrungen bei der Arbeitslosenunterstützung abgebaut werden.

## Spanien

**In Spanien wurden zahlreiche Maßnahmen zur Förderung von unbefristeten Neueinstellungen ergriffen.** Betriebsbedingte Kündigungen wurden begrifflich schärfer definiert und die Vorschriften für kollektive Entlassungen gelockert, indem die vorherige Einholung verwaltungsrechtlicher Genehmigungen für überflüssig erklärt wurde. Des Weiteren wurde die Abfindungshöhe für Arbeitnehmer mit unbefristeten Verträgen verringert. Die maximale Laufzeit befristeter Arbeitsverträge wurde reduziert und eine neue Vertragsform mit einer einjährigen Probezeit eingeführt. Um die Segmentierung zu bekämpfen und unbefristete Einstellungen zu fördern, verständigte man sich auf temporäre steuerliche Maßnahmen. Im Jahr 2014 führte die Regierung eine Regelung ein, nach der die Arbeitgeber für neu eingestellte Arbeitnehmer mit unbefristeten Verträgen (vorbehaltlich eines Nettozuwachses an Arbeitsplätzen) lediglich einen pauschalen Sozialversicherungsbeitrag von 100 € abführen. 2015 wurde diese Einheitspauschale durch eine neue Bestimmung abgelöst, die den Arbeitgeber für die ersten 500 € der Arbeitnehmervergütung von Sozialbeiträgen befreit.



**Die Arbeitszeitflexibilität wurde insofern erhöht, als keine verwaltungsrechtliche Genehmigung mehr eingeholt werden muss, wenn die Arbeitszeit aus technischen, wirtschaftlichen oder betriebsbedingten Gründen reduziert werden soll.** Außerdem wurden Maßnahmen ergriffen, um eine ungleichmäßigere Verteilung der Arbeitsstunden über das Jahr hinweg zu ermöglichen.

**Durch die Reform fiel beispielsweise die Günstigkeitsklausel bei übergeordneten Tarifverträgen weg.** Tarifvereinbarungen auf Unternehmensebene wurde eine Vorrangstellung gegenüber branchenweiten oder regionalen Abkommen zugemessen. Durch die Reform erweiterte sich auch die Anwendbarkeit von Öffnungsklauseln in Branchentarifverträgen, und die unbefristete Weitergeltung von ausgelaufenen, nicht erneuerten Tarifvereinbarungen wurde aufgehoben („ultraactividad“).

**Was die aktive Arbeitsmarktpolitik betrifft, so wurde die Konditionalität zwischen Arbeitssuche und Leistungsbezug verschärft und der Zugang zu Ausbildungsverträgen erleichtert.** Zeitarbeitsfirmen dürfen nun auch als Personal- und Stellenvermittler agieren. Die finanzielle Unterstützung für Langzeitarbeitslose wurde erhöht und deren Aktivierung am Arbeitsmarkt verbessert. Durch die ergriffenen Arbeitsmarktmaßnahmen soll die Entstehung unbefristeter Beschäftigungsverhältnisse befördert werden.

## **Portugal**

**Der Kündigungsschutz wurde gelockert, indem die Höhe von Abfindungen reduziert und der Begriff der Einzelentlassung großzügiger definiert wurde.** Die Anwendbarkeit rechtlich zulässiger betriebs- oder qualifikationsbedingter Kündigungen wurde ebenfalls weitläufiger abgegrenzt. Abfindungen wurden reduziert, wobei erworbene Ansprüche geschützt bleiben, um potenziell negative Reformauswirkungen während der Krise zu begrenzen.

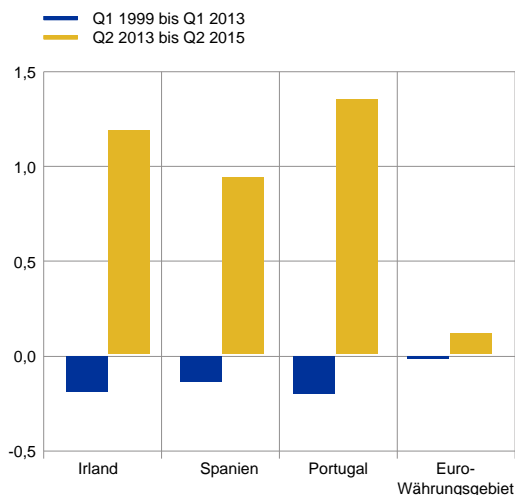
**Die Leistungen bei Arbeitslosigkeit wurden gekürzt, doch zugleich auch der Kreis der Anspruchsberechtigten erweitert, um das soziale Auffangnetz zu verstärken.**

**Durch die Reduzierung von Überstundenzuschlägen sowie die Einführung arbeitgeber- und arbeitnehmerseitig vereinbarter Zeitkonten wurde die Arbeitszeitflexibilität erhöht.** Die Streichung von vier gesetzlichen Feiertagen und dreier – auf der Grundlage geringer Fehlzeiten akkumulierter – freier Tage im Kalenderjahr führte zu einer Erhöhung der Arbeitszeit.

**In den Jahren 2012 und 2014 wurden die Lohnsetzungsmechanismen reformiert.** Im Jahr 2012 wurde die Verlängerung von Tarifvereinbarungen durch Einführung eines Repräsentanzkriteriums eingeschränkt, dessen Erfüllung Voraussetzung für die Verlängerung der Tarifgültigkeit ist. Außerdem wurden im selben Jahr Maßnahmen zur Förderung tariflicher Verhandlungen auf der Unternehmensebene eingeführt, darunter die Möglichkeit, in Branchentarifverträgen die Bedingungen zu definieren, unter denen auf der Unternehmensebene von tariflichen Vereinbarungen abgewichen werden kann, und die Ausweitung des Spielraums für die Gewerkschaften, den Abschluss von Tarifvereinbarungen an die Betriebsräte zu delegieren. 2014 wurde die Weitergeltung von Tarifverträgen verkürzt. Die Maßnahmen zur Ausweitung von Tarifabschlüssen wurden im selben Jahr teilweise wieder aufgehoben.

Residuen aus dem Verhältnis zwischen Veränderungen der Beschäftigungsquote und des BIP-Wachstums vor und nach der Krise

(Residuen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es wird ein statisches Verhältnis zwischen Veränderungen der Beschäftigungsquote und prozentualen Veränderungen des BIP im Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2015 zugrunde gelegt.

**Außerdem erfolgten Veränderungen mit Blick auf die Rolle der staatlichen Arbeitsagenturen sowie Maßnahmen für eine Wirkungsverbesserung der aktiven Arbeitsmarktpolitik.** Fortbildungsprogramme wurden effizienter gestaltet und ihr Fokus auf kurzfristige Module und eine bessere Abdeckung der Arbeitslosen gelegt. Es wurden Anreize für die Personaleinstellung geschaffen und Praktikumsprogramme ins Leben gerufen, um den Eintritt junger Menschen ins Arbeitsleben zu erleichtern.

**Insgesamt verdeutlichen diese Maßnahmen, dass die Reformanstrengungen in den drei Ländern beträchtlich waren, vornehmlich in Spanien und Portugal.**

Aller Wahrscheinlichkeit nach haben sie einen Einfluss auf das Tempo, in dem neue Arbeitsplätze entstehen. Die Abbildung zeigt, dass die Residuen einer einfachen Regression von Beschäftigungsquote und BIP

im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Jahresviertel 2015 im Schnitt größtenteils positiv waren. Zwar lassen sich aus dieser Partialanalyse keine eindeutigen Schlüsse ziehen, doch könnten die großen positiven Residuen teilweise auf die Reformen zurückzuführen sein. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt scheint es vor allem geboten, dass die Reformumsetzung zügig fortgeführt wird. Mittelfristig dürfte der Effekt der Arbeitsmarktreformen beträchtlich sein, sofern die Politik weitere Maßnahmen, insbesondere zur Bekämpfung der Segmentierung und der verbleibenden Verzerrungen bei der Lohnsetzung, glaubwürdig und unumkehrbar umsetzt.

### 3 Sektorale Bestimmungsfaktoren für den Beschäftigungszuwachs

**Den weitaus größten Beitrag zum Gesamtanstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet seit 2013 leistete der Dienstleistungssektor.** Bei

den marktbestimmten Dienstleistungen allein wurden mehr als 1,5 Millionen Beschäftigungsverhältnisse geschaffen (siehe Tabelle 1). Die Dominanz dieses Bereichs ist auch auf nationaler Ebene deutlich erkennbar; so stand in den vier größten Euro-Ländern in diesem Wirtschaftszweig durchweg ein kräftiger Beschäftigungszuwachs zu Buche. Innerhalb der marktbestimmten Dienstleistungen konzentrierte sich die Expansion stark auf die größeren Segmente „unternehmensbezogene Dienstleistungen“ und „Handel und Verkehr“. Hier ist das Wachstum typischerweise zeitlich etwas vorgelagert und dynamischer als

## Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren und Ländern im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015

(in Tsd)

	Euro- Währungsgebiet	Deutschland	Spanien	Frankreich	Italien	Übrige Länder des Euro- Währungsgebiets
Nettoveränderung	2 158,0	592,0	724,0	190,0	127,0	525,0
<i>in % des Anstiegs im Euro-Währungsgebiet</i>	<i>100,0</i>	<i>27,4</i>	<i>33,5</i>	<i>8,8</i>	<i>5,9</i>	<i>24,3</i>
Industrie (ohne Baugewerbe)	68,3	58,0	90,0	-71,6	-39,4	31,3
Baugewerbe	-84,3	2,0	49,0	-81,3	-42,0	-12,0
Marktbestimmte Dienstleistungen	1 541,6	317,0	458,0	118,6	116,0	532,0
<i>Darunter:</i>						
<i>Handel und Verkehr</i>	<i>623,8</i>	<i>128,0</i>	<i>302,0</i>	<i>17,1</i>	<i>-50,8</i>	<i>227,5</i>
<i>Informations- und Kommunikations- technologie</i>	<i>69,0</i>	<i>-13,0</i>	<i>8,0</i>	<i>6,0</i>	<i>12,7</i>	<i>55,3</i>
<i>Finanz- und Versicherungsdienst- leistungen</i>	<i>-63,1</i>	<i>-8,0</i>	<i>-11,0</i>	<i>8,3</i>	<i>-10,3</i>	<i>-42,1</i>
<i>Grundstücks- und Wohnungswesen</i>	<i>38,9</i>	<i>7,0</i>	<i>16,0</i>	<i>-4,1</i>	<i>7,7</i>	<i>12,3</i>
<i>Unternehmensbezogene Dienstleistungen</i>	<i>873,0</i>	<i>203,0</i>	<i>143,0</i>	<i>91,3</i>	<i>156,7</i>	<i>279,0</i>
Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	441,9	206,0	102,0	190,2	-5,3	-51,0
Sonstige Dienstleistungen	151,9	21,0	35,0	20,1	66,9	8,9

Quellen: Eurostat (Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) und EZB-Berechnungen.

in anderen Segmenten. Darüber hinaus scheint es auf Ebene der Teilsektoren zwischen Spanien und Deutschland sowie, in geringerem Maße, zwischen Spanien und Frankreich bzw. Italien, weitere deutliche Unterschiede bei den nachfrageseitigen Bestimmungsfaktoren zu geben, die für das zuletzt kräftige Beschäftigungswachstum in Spanien ausschlaggebend waren. Der Zuwachs in Spanien betraf eher den konsumgetragenen Bereich Handel und Verkehr (ebenso verhielt es sich während der jüngsten Erholung in Estland, Griechenland, Lettland, Litauen und Portugal), während das Wachstum in anderen großen Volkswirtschaften mehr von den unternehmensnahen Dienstleistungen ausging. Die Finanz- und Versicherungsbranche, die besonders von der Krise betroffen war, bremst das Beschäftigungswachstum im Euroraum indessen weiterhin. Die Mehrzahl der Länder, darunter drei der vier größten, wiesen im zweiten Quartal 2015 niedrigere Beschäftigtenzahlen für diesen Sektor aus als im entsprechenden Dreimonatszeitraum zwei Jahre zuvor, wenngleich in einigen Ländern in den letzten Quartalen leichte Verbesserungen erzielt wurden.

**Der Sektor der nicht marktbestimmten Dienstleistungen und der azyklische Sektor der sonstigen Dienstleistungen trugen ebenfalls beträchtlich zum jüngsten Beschäftigungszuwachs im Eurogebiet bei.** Gestiegene Beschäftigtenzahlen im Sektor der nicht marktbestimmten Dienstleistungen, die weitgehend von der öffentlichen Hand erbracht werden (beispielsweise Dienstleistungen zum Zwecke der Verteidigung, im Gesundheits- und Sozialwesen oder andere öffentliche Dienstleistungen), machen seit Mitte 2013 rund 15 % des Gesamtanstiegs der Erwerbstätigenzahl aus und waren insbesondere in Deutschland und Frankreich zu beobachten. In Spanien ist diese Veränderung merklich geringer und in Italien (sowie in Zypern, Lettland, den Niederlanden, Portugal und Finnland) sogar negativ. Dies ist Ausdruck einer stärkeren Haushaltskonsolidierung und einer Reduzierung der Beschäftigten im Staatssektor in diesen Ländern.

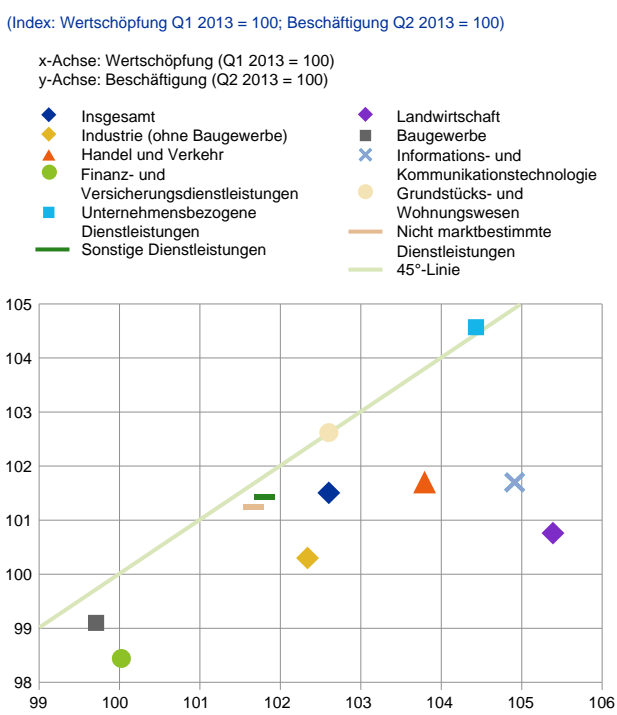
**In der Industrie (ohne Baugewerbe) markiert der Beschäftigungszuwachs der letzten Quartale eine erkennbare Umkehr des längerfristigen Personalabbaus, der vor der Krise zu beobachten war.** Auf Länderebene spiegelt das Anziehen am Arbeitsmarkt einen starken Wiederanstieg der Beschäftigung in Spanien wider, während sogar der moderatere Zuwachs in Deutschland den anhaltenden Rückgang der Beschäftigungszahlen in anderen Euro-Ländern (darunter Frankreich, Italien, aber auch Belgien, Lettland und Finnland) mehr als ausgleicht. Die Erholung in Spanien ist auf eine merkliche, aber wahrscheinlich kurze Belebung bei den Einstellungen in der Industrie zurückzuführen, die auf einen gravierenden Stellenabbau im verarbeitenden Gewerbe während der Krise folgte.

**Die auf Euroraumebene beständig sinkende Zahl der Erwerbstätigen im Baugewerbe verschleiert erhebliche nationale Unterschiede, die zum Teil mit dem Abbau früherer Ungleichgewichte im Wohnungsbausektor in einigen Ländern zusammenhängen.** Bis zu einem gewissen Grad ist die jüngste Entwicklung einer Korrektur der von Land zu Land sehr unterschiedlichen Beschäftigungsdynamik seit dem Beginn der Rezession im Jahr 2008 geschuldet. Die in den letzten Monaten verzeichnete kräftige Ausweitung der Beschäftigung im Baugewerbe in Spanien dürfte teilweise durch einen ausgeprägten konjunkturellen Aufschwung bedingt sein, nachdem fünf Jahre lang nahezu ununterbrochen Arbeitsplätze abgebaut wurden. Im Lauf der Krise gingen in Spanien fast zwei Drittel der Arbeitsplätze im Bausektor verloren. In geringerem Maße sind ähnliche Muster auch in Estland, Irland, Lettland und Litauen erkennbar, nachdem dort

während der Krise ein alles in allem schwächerer Beschäftigungsrückgang im Baugewerbe auftrat. Anders verhält es sich in Deutschland, wo nach einer nur kurzen Kontraktion im Jahr 2008 bis vor Kurzem ein praktisch fortwährender Beschäftigungszuwachs im Baugewerbe zu verzeichnen war. Dort ist nun insofern eine Abflachung zu beobachten, als die Beschäftigung Mitte 2015 gegenüber dem Stand im Jahr 2013 weitgehend unverändert war. Unterdessen ist auf aggregierter Ebene des Eurogebiets festzustellen, dass die anhaltenden Arbeitsplatzverluste im Bausektor einiger Länder (insbesondere Belgiens, Frankreichs und der Niederlande) die Erholung in Spanien in diesem Sektor mehr als aufgezehrt haben, wenngleich sich das Ausmaß in den letzten Quartalen verringert hat.

**Die sektorale Zusammensetzung des beobachteten Beschäftigungszuwachses spiegelt zum Teil das zuvor verzeichnete stärkere Wachstum in den einzelnen Branchen wider, die zur Erholung beigetragen hatten.** In Abbildung 5 ist das kumulierte Wachstum der sektoralen Aktivität (gemessen anhand des Wertschöpfungsanstiegs) vom Nachkrisentief im Jahr 2013 bis zum Jahr 2015 dargestellt und wird mit dem kumulierten Beschäftigungszuwachs in dieser Zeit

**Abbildung 5**  
Kumuliertes Wachstum der Wertschöpfung und Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015



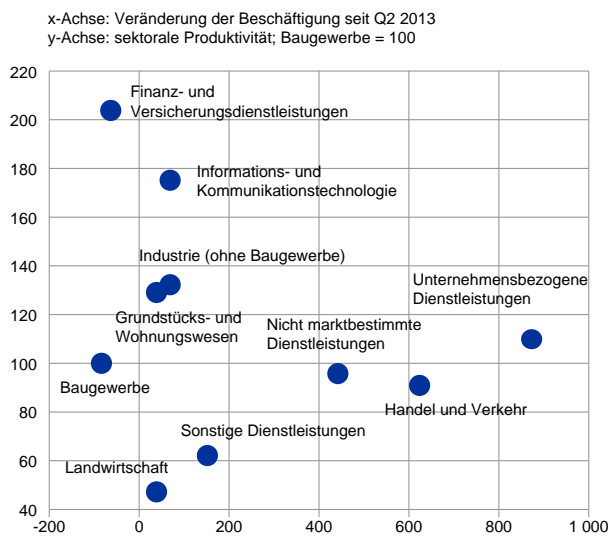
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

verglichen. In Sektoren, die an der x-Achse Werte von über 100 aufweisen, hat die Beschäftigung angezogen (dies war in allen Branchen außer im Baugewerbe sowie bei den Finanz- und Versicherungsdienstleistungen der Fall; in der Industrie war unterdessen nur ein leichter Zuwachs zu verzeichnen). Die starke Konzentration unterhalb der 45°-Linie hängt teilweise mit der Erwartung eines positiven Trends beim Produktivitätswachstum zusammen, dürfte aber zum Teil auch den typischen konjunkturellen Verlaufsmustern nach einer Rezession (denen zufolge Unternehmen eine gewisse Zeit brauchen, um ihre Einstellungsstrategie an die höhere Produktionsnachfrage anzupassen) sowie der Umkehr einer zuvor ausgedehnten Phase der Hortung von Arbeitskräften geschuldet sein.

### Abbildung 6

Veränderung der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 und relatives Produktivitätsniveau vor der Krise

(Veränderung der Beschäftigung in Tsd; Index für die sektorale Produktivität in Relation zum Baugewerbe)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Produktivitätsniveau ist als sektorspezifischer Durchschnitt im Zeitraum vom ersten Quartal 2000 bis zum ersten Quartal 2008 (je nach Datenverfügbarkeit) angegeben.

### Allgemeiner betrachtet scheint sich das jüngste Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet größtenteils auf Sektoren mit relativ geringer Produktivität zu konzentrieren (siehe Abbildung 6).

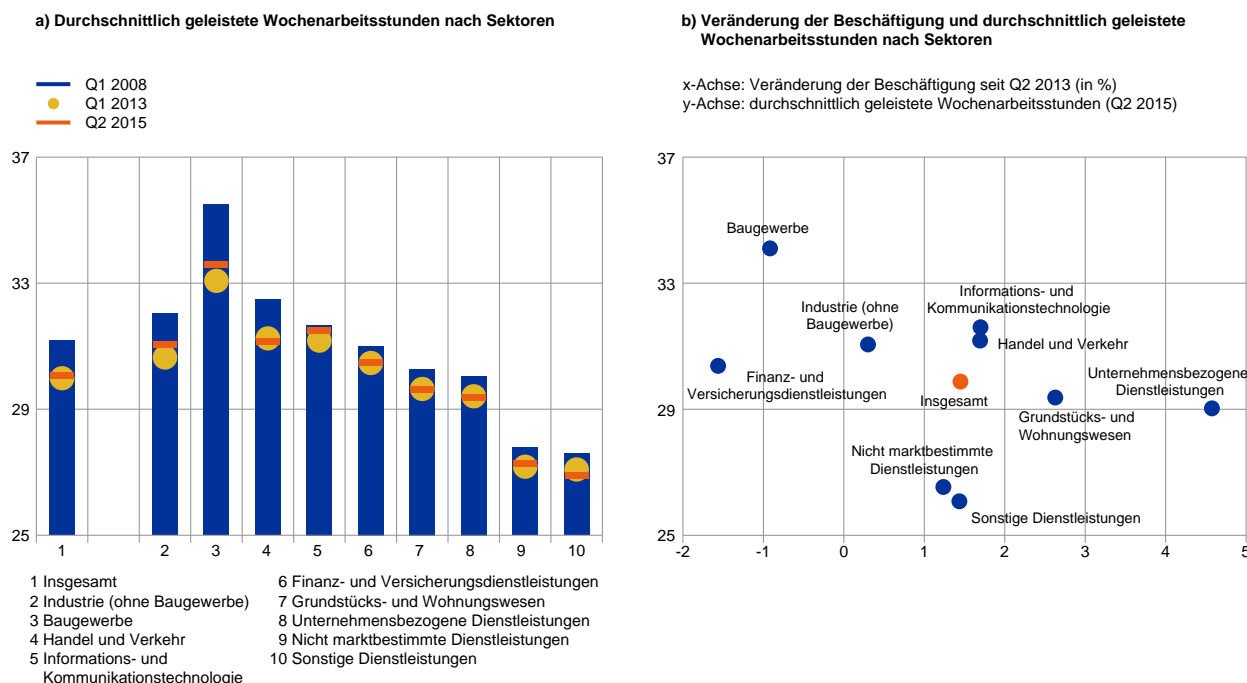
In Abbildung 6 wird der Beschäftigungszuwachs in den einzelnen Sektoren seit dem zweiten Quartal 2013 mit dem durchschnittlichen Produktivitätsniveau vor der Krise verglichen (wobei die Zeiträume in der Absicht gewählt wurden, eine unnatürlich hohe Produktivität aufgrund des beträchtlichen Personalabbaus in einigen Branchen auszuschließen). Dabei wird ersichtlich, dass sich der Anstieg der Erwerbstätigenzahl im Euroraum nur zu einem kleinen Teil auf Sektoren mit hoher Produktivität wie etwa die Finanz- und Versicherungsdienstleistungen oder die Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) konzentriert. Ähnliches ist auch in den meisten Euro-Ländern festzustellen. Dieses Muster, das in vielerlei Hinsicht den langfristigen Trend einer strukturellen Veränderung hin zu einem höheren Beschäftigungsanteil im Dienstleistungsbereich widerspiegelt und in vielen Industrienationen anzutreffen ist, lässt kaum Aussicht auf eine rasche Kehrtwende in Bezug auf das geringe Produktivitätswachstum im Eurogebiet.

**Die deutlichen sektoralen Veränderungen während der Krise sind teilweise ursächlich dafür, dass die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden so stark gesunken ist.** Wie aus Abbildung 7 hervorgeht, gingen die durchschnittlich geleisteten Wochenarbeitsstunden je Beschäftigten während der Krise erheblich zurück (um rund 4 %) und haben sich seither kaum wieder erhöht. Diese Entwicklung betraf vor allem das Baugewerbe, die Industrie (ohne Baugewerbe) sowie Handel und Verkehr; dort ist die durchschnittliche Wochenarbeitszeit üblicherweise höher als in anderen Branchen (siehe Grafik a) in Abbildung 7). Die jüngste Erholung am Arbeitsmarkt war allerdings tendenziell in den Sektoren am kräftigsten, in denen typischerweise eine unterdurchschnittliche Zahl an Wochenarbeitsstunden zu verzeichnen ist (siehe Grafik b) in Abbildung 7), mit der Folge, dass sich die durchschnittliche Wochenarbeitszeit derzeit nur schleppend erholt (siehe Abbildung 1).

## Abbildung 7

### Veränderung der durchschnittlich geleisteten Wochenarbeitsstunden im Euro-Währungsgebiet während und nach der Krise

(durchschnittliche Wochenarbeitszeit je Beschäftigten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die durchschnittlich geleisteten Wochenarbeitsstunden sind mit ihrem höchsten Stand vor der Krise (erstes Quartal 2008) und dem niedrigsten Stand nach der Krise (erstes Quartal 2013) ausgewiesen. Der Sektor Landwirtschaft ist aufgrund der geringen Verlässlichkeit der Daten nicht dargestellt.

## 4 Arbeitnehmer- und Arbeitsplatzmerkmale im Zusammenhang mit der Erholung der Beschäftigung

**Der in den letzten zwei Jahren verzeichnete Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet konzentriert sich mehrheitlich auf die höher qualifizierten, in Vollzeit beschäftigten Arbeitnehmer (im Gegensatz zu Selbstständigen). Dabei ist der Anteil befristeter Arbeitsverhältnisse an den neuen Stellen geringfügig höher als der Anteil fester (d. h. unbefristeter) Verträge, wenngleich zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestehen (siehe Abbildung 8 bis 13).** Frauen und ältere

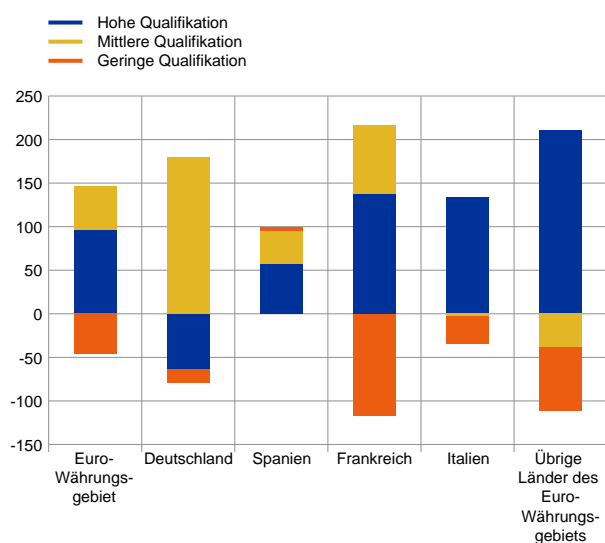
Arbeitnehmer profitierten am stärksten vom jüngsten Beschäftigungsanstieg, was dem schon vor der Krise beobachteten allgemeinen Beschäftigungstrend entspricht. Den Ergebnissen der aktuellen EU-Arbeitskräfteerhebung zufolge wurden in den vergangenen zwei Jahren mehr als 2 Millionen neue hochqualifizierte Arbeitsplätze geschaffen.<sup>11</sup> Dabei liegt das Verhältnis von Vollzeitstellen zu Teilzeitstellen nach wie vor bei zwei zu eins. Die befristeten Arbeitsverhältnisse leisteten mit 52 %

<sup>11</sup> Berechnet durch Anwendung der im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 beobachteten Veränderung der jeweiligen Anteile von Arbeitskräften mit hohem, mittlerem bzw. geringerem Qualifikationsniveau auf die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu den Veränderungen des Beschäftigungsniveaus.

des Nettozuwachses seit dem zweiten Quartal 2013 einen höheren Beitrag zum Beschäftigungswachstum im Eurogebiet als die unbefristeten (48 %), wobei hier die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern groß sind. Trotz rückläufiger Tendenz im Euroraum insgesamt ist die selbstständige Erwerbstätigkeit – wie weiter unten dargelegt wird – in einigen Euro-Ländern zu einem wichtigen Motor des Beschäftigungswachstums geworden.

**Abbildung 8**  
 Nettozuwachs an Arbeitsplätzen vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 nach Qualifikationsniveau

(in % des gesamten Nettozuwachses an Arbeitsplätzen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Beim Bildungsniveau von Arbeitnehmern wird zwischen geringer Qualifikation (d. h. Hauptschulabschluss, wenn überhaupt), mittlerer Qualifikation (d. h. höherer Sekundarschulabschluss, in der Regel im Alter von 18 bis 19 Jahren) und hoher Qualifikation (d. h. Hochschulabschluss) unterschieden.

**Der aktuellen EU-Arbeitskräfteerhebung zufolge war der Großteil der in den vergangenen Quartalen neu geschaffenen Arbeitsplätze im Euro-Währungsgebiet höher qualifizierten Arbeitnehmern mit tertiärem Bildungsabschluss vorbehalten, während bei den Geringqualifizierten oder jenen, die lediglich einen Hauptschulabschluss vorweisen können, ein (weiterer) deutlicher Rückgang zu verzeichnen war (siehe Abbildung 8).** Die Zuwächse bei der Beschäftigung konzentrieren sich stark auf die höher Qualifizierten und gehen oft zulasten der geringer qualifizierten Arbeitskräfte. Als mögliche Erklärung hierfür kommen eine Reihe von Faktoren in Betracht, nicht zuletzt anhaltende strukturelle Veränderungen der Arbeitsplatzanforderungen, die höhere Qualifikationen sowie wahrscheinlich auch vorübergehende Abweichungen bei der Auswahl von Stellenbewerbern auf Arbeitgeberseite notwendig machen, da das Qualifikationsniveau der Arbeitssuchenden steigt.<sup>12</sup>

**Deutschland steht diesem allgemeinen Trend im Eurogebiet entgegen, da der Nettobeschäftigungszuwachs hier vor allem Arbeitskräfte mit mittlerer Qualifikation betrifft.**

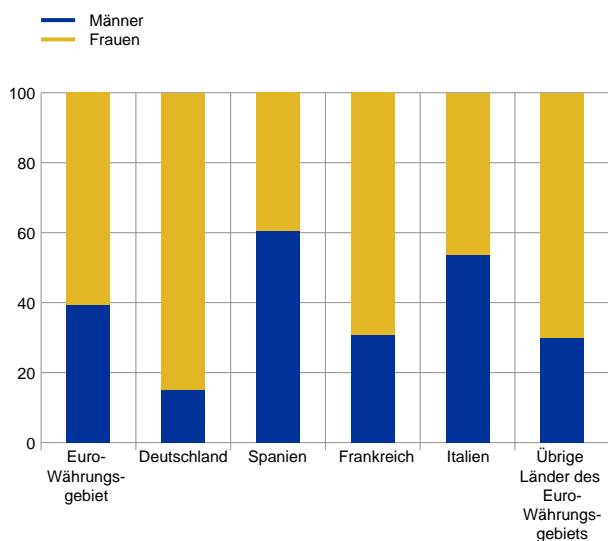
Die aktuelle Beschäftigungsstruktur in Deutschland scheint somit der herrschenden Vorstellung einer „Aushöhlung“ der Arbeitsplätze für Arbeitnehmer mit mittlerer Qualifikation zu widersprechen.<sup>13</sup> Allerdings spiegelt sich darin wohl zum Teil auch die stärkere Spezialisierung der deutschen Wirtschaft im verarbeitenden Gewerbe (und damit eine im Regelfall größere Abhängigkeit von Qualifikationen auf mittlerer handwerklich-technischer Ebene gegenüber Universitätsabschlüssen) sowie die stärkere Verbreitung der beruflichen Bildung (über das duale Bildungssystem) wider, die Arbeitskräften in Deutschland eine alternative Einstiegsmöglichkeit in viele Berufe bietet.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Siehe beispielsweise A. S. Modestino, D. Shoag und J. Ballance, Upskilling: Do Employers Demand Greater Skill When Skilled Workers Are Plentiful?, Working Paper der Federal Reserve Bank of Boston, Nr. 14-17, 2015.  
<sup>13</sup> Siehe beispielsweise D. Acemoglu und D. Autor, Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings, in: Handbook of Labor Economics, Bd. 4B, 2014, S. 1043-1171.  
<sup>14</sup> Siehe S. J. Prais, Productivity, education and skills: an international perspective, Cambridge University Press, 1995, sowie V. Jarvis, M. O'Mahony und H. Wessels, Product Quality, Productivity and Competitiveness, NIESR Occasional Paper Series, Nr. 55, National Institute of Economic and Social Research, 2002.

**Abbildung 9**

Nettozuwachs an Arbeitsplätzen vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 nach Geschlecht

(in % des gesamten Nettozuwachses an Arbeitsplätzen)

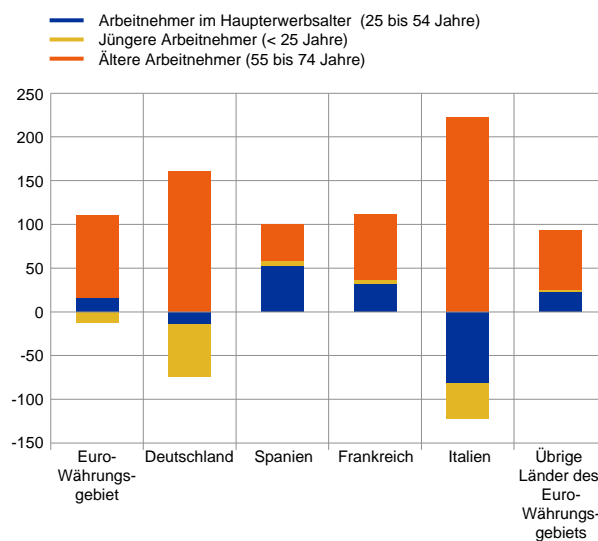


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 10**

Nettozuwachs an Arbeitsplätzen vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 nach Alter

(in % des gesamten Nettozuwachses an Arbeitsplätzen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Der jüngste Beschäftigungszuwachs konzentriert sich stark auf Frauen und ältere Arbeitnehmer (siehe Abbildung 9 und 10), worin teilweise der bereits vor der Krise verzeichnete längerfristige Trend des Beschäftigungswachstums zum Ausdruck kommt.** Die aktuelle Beschleunigung des Beschäftigungswachstums bei weiblichen Arbeitskräften im Eurogebiet ist breit fundiert und in allen Ländern mit Ausnahme Spaniens und Italiens zu beobachten. Dieses Verlaufsmuster spiegelt zum Großteil die laufende und lang anhaltende Zunahme der Erwerbsbeteiligung von Frauen wider, die sich im Verlauf der Krise nicht verringert hat. Des Weiteren zeigt sich darin, dass sich der jüngste Beschäftigungsanstieg auf Sektoren konzentriert, die in der Regel einen höheren Frauenanteil an der Gesamtbeschäftigung aufweisen.

**Im Verlauf der Krise waren kontinuierlich signifikante Zuwächse bei der Beschäftigung älterer Arbeitnehmer zu verzeichnen.**<sup>15</sup> Diesem Trend liegen mehrere Faktoren zugrunde, nicht zuletzt frühere Strukturreformen der Renten- und Sozialleistungssysteme zur Anhebung des Renteneintrittsalters sowie Veränderungen in der Zusammensetzung der Gruppe der älteren Arbeitnehmer, wobei das zunehmend höhere Bildungsniveau die Erträge aus einem längeren Arbeitsleben steigert. Darüber hinaus dürfte sich in der jüngsten Entwicklung auch ein höherer Finanzbedarf im Gefolge der krisenbedingten Vermögens- bzw. Einkommensverluste der privaten Haushalte niederschlagen. Zwar wurden auch jüngere Arbeitnehmer zweifellos schwer von der Krise getroffen, es ist jedoch unklar, inwieweit die zuletzt leicht rückläufige Beschäftigung von unter 25-Jährigen im Euroraum vornehmlich die allgemeine Entwicklung der Arbeitsnachfrage hin

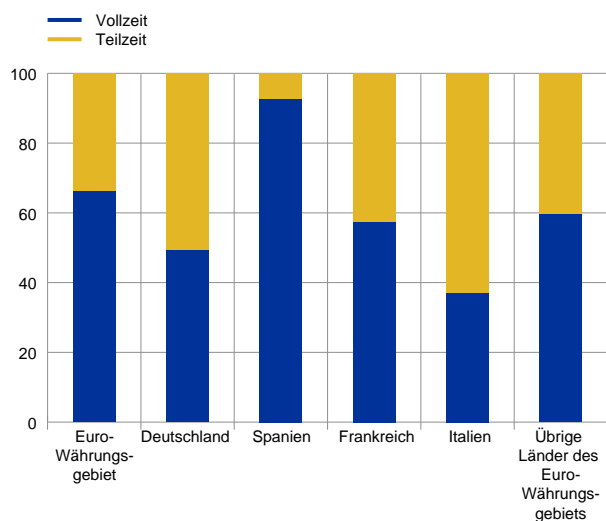
<sup>15</sup> Siehe beispielsweise EZB, Euro area labour markets and the crisis, Structural Issues Report 2012, Oktober 2012, sowie OECD, All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis, in: OECD Employment Outlook 2013.



**Abbildung 11**

Nettozuwachs an Arbeitsplätzen vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 nach Vollzeit- und Teilzeitbeschäftigung

(in % des gesamten Nettozuwachses an Arbeitsplätzen)

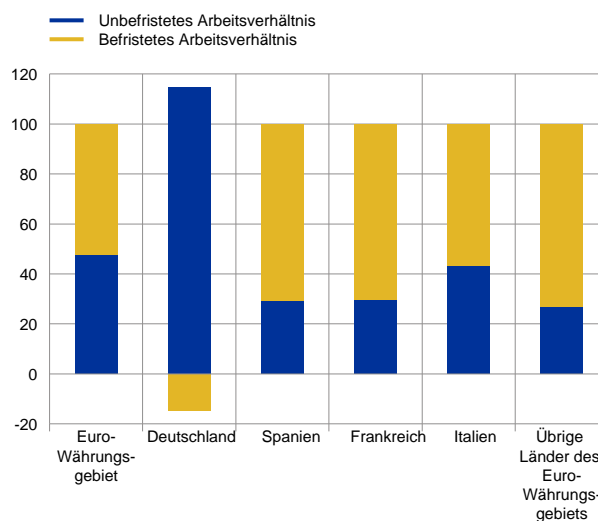


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 12**

Nettozuwachs an Arbeitsplätzen vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 nach Status des Arbeitsvertrags

(in % des gesamten Nettozuwachses an Arbeitsplätzen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

zu höheren Qualifikationsanforderungen (wie oben dargelegt) oder eher den langfristigen angebotsseitigen Trend eines längeren Verbleibs jüngerer Jahrgänge im Bildungssystem widerspiegelt.<sup>16</sup>

### Der jüngste Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet geht zu 66 % auf Vollzeitbeschäftigungsverhältnisse zurück, wobei die Unterschiede zwischen den Ländern erheblich sind (siehe Abbildung 11).

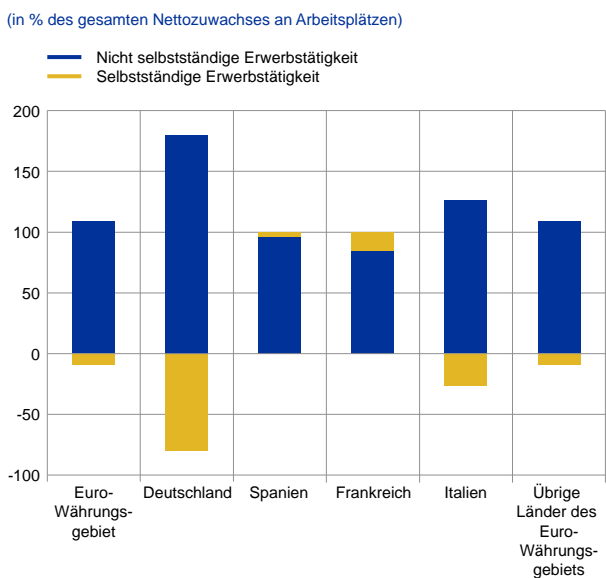
Die aktuellen Daten zeigen, dass vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Jahresviertel 2015 knapp 50 % des Nettoanstiegs der Beschäftigtenzahl in Deutschland bzw. 57 % in Frankreich auf Vollzeitarbeitsverhältnisse entfielen. In Spanien lag die entsprechende Quote bei fast 93 %, worin sich unter anderem die verhältnismäßig stärkere sektorale Konzentration der Beschäftigungszunahme auf Industrie und Baugewerbe widerspiegelt. In Italien war der (geringere) Anstieg der Beschäftigtenzahl zu rund 63 % auf mehr Teilzeitarbeit zurückzuführen. In einigen Ländern – insbesondere in Estland, den Niederlanden und Österreich – sind die entsprechenden Anteile deutlich höher. Dort steht der Schaffung von Teilzeitarbeitsplätzen nun ein Nettorückgang der Vollzeitstellen gegenüber.

**Die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern zeigen sich besonders im jeweiligen Anteil der unbefristeten und befristeten Arbeitsverhältnisse am Beschäftigungszuwachs.** Aus Abbildung 12 geht hervor, dass die bis zum

<sup>16</sup> Aus Abbildung 9 kann nicht geschlossen werden, dass der in den letzten zwei Jahren verzeichnete geringe Beschäftigungszuwachs bei Jugendlichen eine Rationierung der Arbeit zugunsten älterer Arbeitnehmer widerspiegelt. Zwei kürzlich durchgeführte sorgfältige mikroökonomische Studien lassen darauf schließen, dass an vielen lokalen Arbeitsmärkten die Beschäftigung junger Menschen häufig eine Ergänzung zur zusätzlichen Beschäftigung älterer Arbeitnehmer darstellt. Siehe hierzu beispielsweise EZB, The lump of labour fallacy: a reassessment for the euro area, Kasten in: Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets, Occasional Paper Series, Nr. 159, Februar 2015, sowie R. Böheim, The effect of early retirement schemes on youth employment, IZA World of Labor, 2014: 70.

zweiten Quartal 2015 im Euroraum insgesamt neu geschaffenen Arbeitsplätze etwa zu gleichen Teilen auf unbefristete und befristete Beschäftigungsverhältnisse entfallen (48 % bzw. 52 %), wohingegen es sich in Frankreich und Spanien bei rund 70 % des Nettozuwachses an Arbeitsplätzen um befristete Verträge handelt.<sup>17</sup> Auch in Griechenland und Italien ist der Anteil der befristeten Arbeitsverträge an den neu geschaffenen Stellen höher als im Durchschnitt des Eurogebiets. Unterdessen hat das Beschäftigungswachstum der letzten zwei Jahre in Deutschland (wie auch in Irland, Österreich sowie – in geringerem Umfang – in Lettland und Litauen) zu einem spürbaren Anstieg der unbefristeten Arbeitsverhältnisse und sogar zu einem geringfügigen Rückgang der Gesamtzahl an befristeten Arbeitsverträgen geführt.

**Abbildung 13**  
**Nettozuwachs an Arbeitsplätzen vom zweiten Quartal 2013 bis zum zweiten Quartal 2015 nach Art der Erwerbstätigkeit**



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Den aktuellen Ergebnissen der EU-Arbeitskräfteerhebung zufolge leisteten auch die Selbstständigen in einigen Euro-Ländern einen geringfügigen Beitrag zum jüngsten Beschäftigungszuwachs; dieser Beitrag hat sich jedoch auf Euroraumebene im Verlauf der Erholung verringert.** Obwohl die selbstständige Erwerbstätigkeit seit Beginn der Rezession im Jahr 2008 in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets langsam zurückgegangen ist (und damit die vor der Krise beobachtete leichte Aufwärtsbewegung bis zu einem gewissen Grad wieder rückgängig gemacht hat), leistete sie in Frankreich, wo das Beschäftigungswachstum in anderen Bereichen relativ schwach ausfiel, mit rund 15 % des gesamten Nettozuwachses seit dem zweiten Quartal 2013 einen positiven Beitrag zur jüngsten Ausweitung der Beschäftigung. Dies trifft in geringerem Umfang auch auf Spanien zu. In einigen anderen Ländern – etwa in Belgien, Estland, Irland, den Niederlanden und Slowenien – sind die entsprechenden Anteile höher, was unter anderem auf größere strukturelle Veränderungen der Geschäftsorganisation (Trend zum Outsourcing, zu freiberuflicher Tätigkeit usw.), eine veränderte Arbeitsmarktentwicklung und den demografischen Wandel zurückzuführen ist.<sup>18</sup> Auf Ebene des Euroraums ist indes festzustellen, dass sich die selbstständige Erwerbstätigkeit aufgrund der Rückgänge in anderen Ländern (vor allem in Deutschland und in geringerem Maße auch in Italien) im Laufe der Erholung der Beschäftigung insgesamt verringert hat.

<sup>17</sup> In der Slowakei ist der Anteil sogar noch höher; dort entfällt der gesamte Nettobeschäftigungszuwachs seit Mitte 2013 auf befristete Arbeitsverträge. Obwohl befristete Arbeitsverhältnisse in Spanien nach wie vor wesentlich stärker verbreitet sind als in vielen anderen Euro-Ländern (knapp 24 % der Beschäftigung insgesamt, verglichen mit rund 15 % im Durchschnitt des Euroraums), werden immer noch deutlich weniger Zeitverträge abgeschlossen als vor der Krise, als sie rund ein Drittel der Gesamtbeschäftigung ausmachten.

<sup>18</sup> Ähnliche Entwicklungen sind im Vereinigten Königreich zu beobachten, wo die selbstständige Erwerbstätigkeit in den letzten Jahren ein besonders robustes Wachstum aufwies, was zum einen durch konjunkturelle Faktoren und zum anderen durch demografische Trends (ältere Arbeitnehmer, die im Erwerbsleben verbleiben möchten) bedingt war. Siehe hierzu beispielsweise T. Sodomir, Self-employment: what can we learn from recent developments?, Quarterly Bulletin der Bank of England, Q1 2015.

## 5 Schlussbemerkungen

**Nach einem weitgehend binnenwirtschaftlich bedingten Wiederanstieg des euroraumweiten BIP hat die Zahl der Beschäftigten im Eurogebiet um gut 2,2 Millionen zugenommen.** Wenngleich damit die großen Beschäftigungsverluste, die im Verlauf der lang anhaltenden Wirtschaftskrise verzeichnet wurden, noch nicht wettgemacht werden konnten, hat sich der Abstand zum Vorkrisenniveau halbiert, und die Beschäftigung hat sich in den meisten Ländern des Euroraums – darunter auch in vielen der am stärksten von der Krise betroffenen Staaten – erhöht.

**Nach Sektoren betrachtet konzentriert sich der Nettobeschäftigungszuwachs stark auf die Dienstleistungsbranche.** Dies gilt insbesondere für die Bereiche Handel und Verkehr, unternehmensbezogene Dienstleistungen und nicht marktbestimmte Dienstleistungen, wo eine Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit in der Regel beschäftigungsintensiver ist als in anderen Sektoren. Eine sektorale Betrachtung des Beschäftigungswachstums erklärt zum Teil auch die relativ schwache Zunahme der geleisteten Gesamtarbeitsstunden seit dem Tiefpunkt der Krise, da die Sektoren, die seit der konjunkturellen Erholung das stärkste Beschäftigungswachstum verzeichneten, üblicherweise eine geringere durchschnittliche Wochenarbeitszeit je Beschäftigten aufweisen.

**Was die Arbeitnehmer- und Arbeitsplatzmerkmale betrifft, so entfällt der Großteil des Nettobeschäftigungszuwachses auf höher qualifizierte, in Vollzeit beschäftigte Arbeitnehmer (im Gegensatz zu Selbstständigen), wobei der Anteil befristeter Arbeitsverhältnisse an den neu geschaffenen Stellen geringfügig höher ist als der Anteil unbefristeter Verträge.** Frauen und ältere Arbeitnehmer profitierten davon stärker als andere Gruppen, worin sich vor allem die längerfristige Entwicklung des Beschäftigungswachstums, die bereits vor der Krise zu beobachten war, widerspiegelt.

**Die stärkere Verbreitung befristeter Arbeitsverträge in Spanien (und zunehmend auch in Frankreich) unterstreicht die tiefe Spaltung, von der diese Arbeitsmärkte geprägt sind.** Von mancher Seite wird angeführt, dass sich der weitverbreitete Abschluss von Zeitverträgen negativ auf den Wohlstand der Arbeitnehmer und abschreckend auf Investitionen in Humankapital auswirke und somit die Möglichkeiten für eine höhere Qualifizierung und ein längerfristiges Produktivitätswachstum begrenze. Gleichwohl bieten befristete Arbeitsverträge in Anbetracht der erhöhten Arbeitslosenquoten (die in Spanien immer noch bei über 20 % liegen) einen Zugang zum Arbeitsmarkt und können den Einstieg in eine spätere dauerhaftere Beschäftigung erleichtern.

**Der Anstieg der Beschäftigtenzahl im Euro-Währungsgebiet war zwar in den letzten zwei Jahren beträchtlich, wird aber von der deutlichen Ausweitung der Beschäftigung in den Vereinigten Staaten noch etwas übertroffen.** Darin dürfte sich zum Teil die größere Flexibilität des US-Arbeitsmarktes widerspiegeln, die auch für die wesentlich stärkere und raschere Beschäftigungsanpassung während der Krise verantwortlich war. Die geringere Zunahme (und langwierigere Anpassung) im Euroraum ist wahrscheinlich Ausdruck der – ausgehend vom Vorkrisenniveau – schwächeren konjunkturellen Erholung im Vergleich zu den Vereinigten

Staaten, des höheren Kündigungsschutzes und eines niedrigeren Beitrags der Produktivitätsentwicklung zur Begrenzung des Wachstums der Lohnstückkosten. Dies hat die Umstrukturierung und die Umverteilung von Arbeitskräften hin zu rascher wachsenden Sektoren und Unternehmen erschwert. Infolgedessen liegen die Beschäftigtenzahlen im Eurogebiet nach wie vor ein Stück weit unter ihrem vor der Krise verzeichneten Höchststand, während die Zahl der Stellen in den Vereinigten Staaten ihren Vorkrisenstand inzwischen übertrifft.

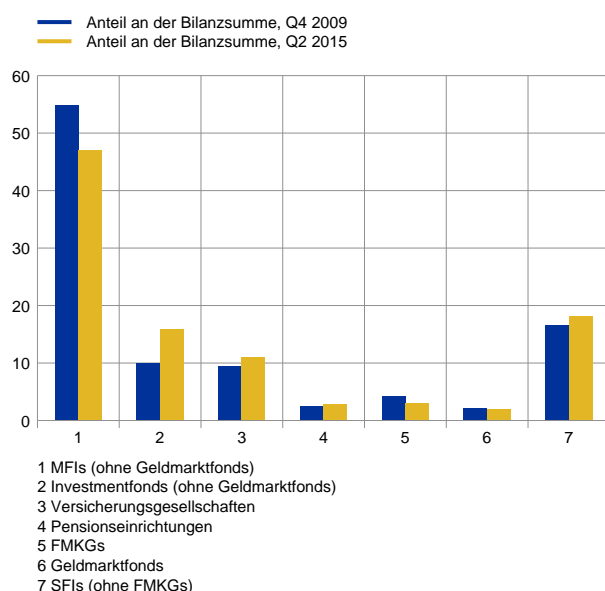
# Neue Merkmale der monetären und finanziellen Statistiken

Die EZB veröffentlicht seit Kurzem deutlich erweiterte monetäre und finanzielle Statistiken. Auslöser für die Erweiterungen waren vor allem zwei Faktoren. Erstens äußerten die politischen Entscheidungsträger angesichts einer durch finanzielle Innovationen veränderten Finanzwelt in Europa einen zusätzlichen Bedarf an entsprechenden Informationen. Zweitens haben sich aus der Umsetzung des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 (ESVG 2010) neue Anforderungen ergeben. Beim ESVG 2010 handelt es sich um eine Aktualisierung der statistischen Standards, die den methodischen Rahmen für die finanziellen und nichtfinanziellen Sektorkonten in Europa bilden. Dieser Aufsatz gibt einen Einblick in die neuen statistischen Merkmale und liefert Beispiele für die Relevanz der erweiterten Statistiken in der Praxis.

## 1 Einleitung

**Abbildung 1**  
Anteil der finanziellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets an der Bilanzsumme insgesamt

(in % auf Basis der Bestände)



Quelle: EZB.

Seit ihrer Gründung erstellt die EZB monetäre und finanzielle Statistiken, die die aktuellen monetären und finanziellen Entwicklungen sowie die Veränderungen des Finanzsystems präzise abbilden.<sup>1</sup> Diese Statistiken werden mit dem Ziel erhoben, ein umfassendes und detailliertes Bild der finanziellen Sektoren im Euroraum zu erhalten, um somit die EZB bei ihren geldpolitischen und makroprudenziellen Aufgaben zu unterstützen.

Aufgrund von Finanzinnovationen, des Eintritts neuer Marktteilnehmer und der Einführung neuer Produkte entwickelt sich die Struktur des Finanzsystems stetig weiter, sodass Definitionen und Datenerhebung regelmäßig auf den neuesten Stand gebracht werden. Abbildung 1 zeigt die Veränderung der relativen Bedeutung der finanziellen Sektoren im Eurogebiet. Zwar ist der Anteil der monetären Finanzinstitute (MFIs) leicht zurückgegangen, doch machten sie Ende Juni 2015 immer noch rund die Hälfte der Bilanzsumme des Finanzsektors im Euroraum aus. Die finanziellen

<sup>1</sup> In den meisten Fällen basiert die Erhebung der monetären und finanziellen Statistiken auf Verordnungen der EZB, die sich an den Finanzsektor richten, und zwar Verordnung EZB/2013/33 (statistische Anforderungen für MFI-Bilanzpositionen), EZB/2013/34 (MFI-Zinssätze), EZB/2013/38 (Investmentfonds), EZB/2013/39 (Postgiroämter) und EZB/2013/40 (finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften).

Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs) haben ebenfalls an Bedeutung verloren, was der geringeren Aktivität am Verbriefungsmarkt zuzuschreiben ist. Im Gegensatz dazu haben die Investmentfonds vergleichsweise an Bedeutung gewonnen und repräsentieren ein Sechstel des Finanzsystems.

**Die jüngste Veröffentlichung der erweiterten monetären und finanziellen Statistiken auf der Grundlage des ESVG 2010 war ein wichtiger Meilenstein in diesem Aktualisierungsprozess.**

Die Erweiterung dieser Statistiken – und insbesondere ihres Berichtsrahmens – ist das Ergebnis eines im Jahr 2012 begonnenen Arbeitsprozesses, an dem Statistiker, politische Entscheidungsträger, Analysten und der Finanzsektor beteiligt waren. Die enge Einbindung der beiden letztgenannten Gruppen bedeutete, dass ein Gleichgewicht zwischen dem Nutzen einer fundierten wirtschaftlichen Analyse für jeden Datensatz einerseits und den Kosten für die Meldung und das Management zusätzlicher Informationen andererseits erreicht werden konnte.

**Im vorliegenden Aufsatz werden die unterschiedlichen Arten von monetären und finanziellen Statistiken betrachtet.** Gegenstand sind die Statistik über die MFI-Bilanzen (Abschnitt 2), MFI-Zinssätze (Abschnitt 3), Investmentfonds (Abschnitt 4), finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (Abschnitt 5) und Wertpapieremissionen (Abschnitt 6). Abschnitt 7 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 MFI-Bilanzen

**Die MFI-Bilanzstatistik trägt in mehrfacher Hinsicht zur Förderung der Finanzstabilität und der monetären Analyse bei.** Angesichts des mittel- bis langfristigen Wirkungszusammenhangs zwischen Geldmengenwachstum und Inflation werden die monatlichen Entwicklungen umfassend analysiert. Da Banken die wichtigste Finanzierungsquelle des nichtfinanziellen privaten Sektors (einschließlich nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte) im Euroraum sind, liefern die MFI-Bilanzdaten zeitnahe Informationen zu möglichen Veränderungen in Bezug auf die Finanzmittel, die der Realwirtschaft zur Verfügung stehen. Die von Banken und sonstigen Finanzinstituten (SFIs) erhobenen Bilanzdaten finden auch Eingang in die vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen des Euro-Währungsgebiets, die einen Überblick über die Finanzierung, die Geldvermögensbildung und die Bilanzsituation nach institutionellem Sektor bieten.

**Ab Juli 2015 wurden die veröffentlichten Daten zur MFI-Bilanzstatistik um neue Untergliederungen erweitert.** Sämtliche neuen Untergliederungen finden sich in der aggregierten Bilanz des MFI-Sektors im Euroraum wieder.

**Die Aufschlüsselung der Bilanzpositionen nach Sektor der Geschäftspartner wurde verfeinert, sodass die Sektoren nun konsistent unterschieden werden.** Dazu zählen Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen, Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), Zentralbanken, sonstige Einlagen entgegennehmende Unternehmen und SFIs. Die von Investmentfonds emittierten Anteile sind nun unter dem Aktivposten „Dividendenwerte und Beteiligungen“ separat ausgewiesen. Diese

neuen Untergliederungen sind vollständig mit dem ESVG 2010 abgestimmt. Weitere Aufschlüsselungen umfassen den Ausweis von konzerninternen MFI-Positionen bei den Einlagen und Krediten, von Krediten an öffentliche Haushalte und FMKGs nach Ursprungslaufzeit, von Beständen an von öffentlichen Haushalten emittierten Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr sowie von Finanzderivaten und aufgelaufenen Zinsen für Kredite und Einlagen, sofern sie unter dem Posten „Sonstige Aktiva“ und „Sonstige Passiva“ verbucht werden. Tabelle 1 fasst die neuen Untergliederungen zusammen.

**Tabelle 1**  
Neue Positionen in der MFI-Bilanzstatistik

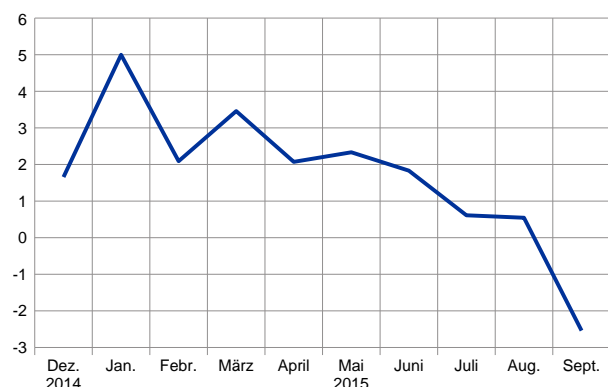
Periodizität	Position	Beschreibung	Sektor der Geschäftspartner	
Monatlich	Einlagen und Kredite	Untergliederung der Geschäftspartner nach MFI-Teilsektor	Zentralbank Sonstige Einlagen entgegennehmende Unternehmen	
		Ausweis konzerninterner Positionen für sonstige Einlagen entgegennehmende Unternehmen	Sonstige Einlagen entgegennehmende Unternehmen	
	Einlagen, Repogeschäfte und Kredite	Ausweis von Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)	Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) Sonstige Finanzinstitute	
		Separater Ausweis von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Versicherungsgesellschaften Pensionseinrichtungen	
	Kredite an öffentliche Haushalte und FMKGs	Untergliederung nach Ursprungslaufzeit Bis zu 1 Jahr Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren Mehr als 5 Jahre	Öffentliche Haushalte FMKGs	
		Bestand an Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte nach Ursprungslaufzeit	Öffentliche Haushalte	
	Bestand an Investmentfondsanteilen (ohne Geldmarktfondsanteile) sowie an Anteilsrechten	Separate Kategorien, die zuvor unter „Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen“ enthalten waren	Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) MFIs Nicht-MFIs Gebietsansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	
	Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Kredite (neue Methode)	Bestände und Finanztransaktionen	Öffentliche Haushalte Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) Versicherungsgesellschaften Pensionseinrichtungen Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Private Haushalte	
	Vierteljährlich	Einlagen und Kredite	Untergliederung grenzüberschreitender Positionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets gegenüber den einzelnen Euro-Ländern nach Sektoren	Öffentliche Haushalte Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) Versicherungsgesellschaften Pensionseinrichtungen Sonstige Finanzinstitute Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Private Haushalte
			Bestand an Schuldverschreibungen	Ausweis von sonstigen Finanzinstituten Ausweis von Versicherungsgesellschaften
Bestand an Anteilsrechten		Ausweis von sonstigen Finanzinstituten	Sonstige Finanzinstitute	
		Ausweis von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Versicherungsgesellschaften Pensionseinrichtungen	
Finanzderivate		Ausweis von Positionen, sofern sie unter den sonstigen Aktiva/Passiva verbucht werden	-	
Aufgelaufene Zinsen für Kredite/Einlagen		Ausweis von Positionen, sofern sie unter den sonstigen Aktiva/Passiva verbucht werden	-	

**Ein wesentliches Merkmal der neuen Statistiken ist, dass sie einen umfassenderen Blick auf die Kreditvergabe der Banken im Euroraum an die Realwirtschaft ermöglichen.** Dazu gehören unter anderem neue Daten zu Beständen und Transaktionen (d. h. Rückzahlungen durch Kreditnehmer) bei

## Abbildung 2

### Nettoerwerb von Anteilen an Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) des Euro-Währungsgebiets durch MFIs (ohne Eurosystem)

(Finanztransaktionen; in Mrd €)



Quelle: EZB.

Kredit, die infolge von Verkäufen oder Verbriefungen aus der MFI-Bilanz ausgebucht wurden. Diese Daten wurden verwendet, um die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kreditdatenreihen zu erweitern, wodurch wiederum die Vergleichbarkeit der Wachstumsraten zwischen den einzelnen Ländern zunimmt.<sup>2</sup>

### Ein zweites bedeutendes Merkmal bezieht sich auf den Ausweis von Investmentfondsanteilen (ohne Geldmarktfondsanteile) innerhalb der MFI-Aktiva.

Damit kann nun beurteilt werden, inwieweit die MFIs ihre Portfolios durch Fondsanteile diversifiziert haben. Abbildung 2 zeigt die MFI-Käufe von Anteilen gebietsansässiger Investmentfonds. Von Dezember 2014 bis August 2015 verzeichneten die MFIs einen systematischen Nettoerwerb von Investmentfondsanteilen, der angesichts sehr niedriger Zinsen erfolgte. Dies könnte darauf hindeuten,

dass die MFIs ihre Portfolios auf der Suche nach höheren Renditen breiter streuten, und dürfte eine durch das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bedingte Portfolioumschichtung belegen. Darüber hinaus ermöglicht diese Untergliederung die separate Beobachtung der Einlagen von Investmentfonds, die vom APP wahrscheinlich erheblich beeinflusst werden.

### Ein drittes wichtiges Merkmal der neuen Statistiken betrifft die

**konzerninternen Positionen der MFIs.** Bei den Aktiva/Passiva der MFIs (ohne Eurosystem) ist es nun möglich, Kredit- bzw. Einlagenpositionen von MFIs, die

zum selben Konzern gehören, zu identifizieren.

Ende 2014 machten Intra-MFI-Positionen rund die Hälfte der gesamten Kredite/Einlagen von MFIs gegenüber anderen MFIs aus. Im Zeitraum von

Dezember 2014 bis September 2015 betrug die aufgrund von kumulierten Transaktionen mit MFIs, die

zum selben Konzern gehören, bewirkte Verringerung der Positionen 12 Mrd €, während sich dieser Beitrag bei kumulierten Transaktionen mit konzernfremden

MFIs auf 198 Mrd € belief (siehe die entsprechenden monatlichen Transaktionen in Abbildung 3). Diese neue

Untergliederung ermöglicht eine separate Betrachtung von konzerninternen Transaktionen und Transaktionen mit anderen MFIs; vor allem in Stressphasen dürften sie eine stark divergierende Entwicklung aufweisen.

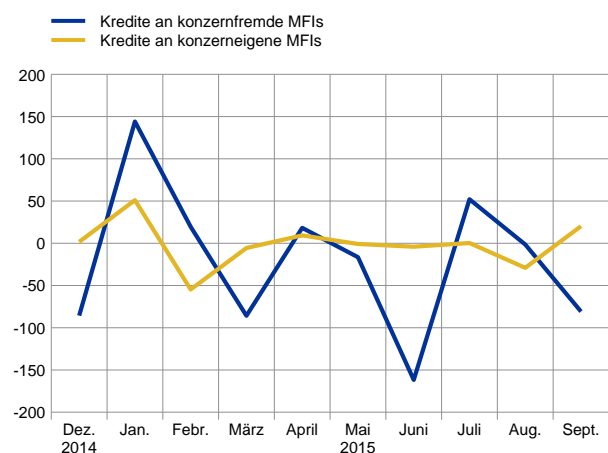
Infolgedessen können die Funktionsfähigkeit der Interbankenmärkte und die Durchleitung der vom Eurosystem bereitgestellten Liquidität innerhalb von

Bankkonzernen analysiert werden.

## Abbildung 3

### Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet an andere gebietsansässige MFIs

(Finanztransaktionen; in Mrd €)



Quelle: EZB.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Neue Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten an den privaten Sektor, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.



**Die MFI-Zinsstatistik leistet einen wesentlichen Beitrag zur monetären**

**Analyse.** Sie liefert Informationen zu den von Banken gegenüber privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewandten Zinssätzen für Einlagen und Kredite. So enthält die Statistik zum Neugeschäft Angaben zu den in Neuverträgen zwischen Banken und ihren Kunden festgelegten Zinsen. Sie spiegelt die Angebots- und Nachfragebedingungen an den Einlagen- und Kreditmärkten zum Zeitpunkt der Vereinbarung wider. Die MFI-Zinsstatistik ermöglicht eine Einschätzung der Weitergabe von Leitzinsänderungen an die Zinssätze für Kredite und Einlagen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Sie trägt auch dazu bei, eine mögliche Fragmentierung der Bankkredit- und Einlagenmärkte – vor allem in Krisenzeiten – festzustellen, wodurch die politischen Entscheidungsträger in die Lage versetzt werden, gezielte Maßnahmen zur besseren Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission einzuleiten. Darüber hinaus haben Veränderungen der MFI-Zinsen Einfluss auf die Kapitalkosten, die sich auf die Investitionsentscheidungen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie auf deren Substitution zwischen aktuellen und zukünftigen Konsumausgaben auswirken. Die MFI-Zinssätze zu den Beständen ergänzen die im Rahmen der MFI-Bilanzstatistik erhobenen Daten und unterstützen die Analyse von Einkommenseffekten, da Veränderungen der Bankzinsen die Zinsaufwendungen bzw. Zinserträge der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beeinflussen, was sich wiederum in deren verfügbaren Einkommen niederschlägt. Die MFI-Zinsstatistik lässt auch eine Überwachung der Bruttozinssmarge (Marge zwischen Kredit- und Einlagenzinsen) zu. Schließlich gibt die Statistik auch noch Aufschluss darüber, wie weit die Integration der europäischen Finanzmärkte fortgeschritten ist, und ermöglicht den Verbrauchern damit einen Vergleich der von den Banken in den einzelnen Ländern erhobenen und gezahlten Zinsen.

**Durch die zusätzliche Bereitstellung von Informationen zu neu verhandelten Krediten ab dem Meldemonat Dezember 2014 konnte eine wichtige Lücke geschlossen werden, was das Verständnis von im Neugeschäft angewandten Zinssätzen betrifft.**<sup>3</sup> Erreicht wurde dies durch die Einführung neuer Positionen, die Neuverhandlungen von Krediten an private Haushalte (aufgeschlüsselt nach Verwendungszweck) und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gesondert erfassen. Zusammen mit den bereits bestehenden Positionen zum Neugeschäft ermöglichen diese Daten unter anderem eine Schätzung des Bruttobetrag der an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften neu zugeflossenen Kredite.

<sup>3</sup> Im Rahmen der MFI-Zinsstatistik wird als „Neugeschäft“ jede neu getroffene Vereinbarung zwischen Kunde und Bank bezeichnet. Neuvereinbarungen umfassen sämtliche Finanzkontrakte, in denen erstmals der Zinssatz einer Einlage oder eines Kredits festgelegt wird, sowie sämtliche neu verhandelten Vereinbarungen in Bezug auf bestehende Einlagen- und Kreditverträge, wobei sich die Neuverhandlung auf die aktive Mitwirkung des Kunden bei der Anpassung der Bedingungen eines bereits existierenden Kredit- oder Einlagenvertrags bezieht. So stellt beispielsweise ein Anstieg oder Rückgang eines variablen Zinssatzes im Sinne einer automatischen Zinsanpassung durch die Bank keine neu getroffene Vereinbarung dar und würde daher nicht in der MFI-Zinsstatistik zum Neugeschäft erfasst werden.

**Tabelle 2**

Neue Positionen in der MFI-Zinsstatistik

Position	Sektor der Geschäftspartner	Aufschlüsselung nach Laufzeiten
Kreditzinsen für Bestände	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Private Haushalte</li> <li>– Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</li> </ul>	Mit einer Ursprungslaufzeit von: <ul style="list-style-type: none"> <li>– mehr als 1 Jahr</li> <li>– mehr als 1 Jahr und einer Restlaufzeit von bis zu 1 Jahr</li> <li>– mehr als 1 Jahr, einer Restlaufzeit von mehr als 1 Jahr und einer Zinsanpassung innerhalb der nächsten 12 Monate</li> <li>– mehr als 2 Jahre</li> <li>– mehr als 2 Jahre und einer Restlaufzeit von bis zu 2 Jahren</li> <li>– mehr als 2 Jahre, einer Restlaufzeit von mehr als 2 Jahren und einer Zinsanpassung innerhalb der nächsten 24 Monate</li> </ul>
Position	Sektor der Geschäftspartner	Aufschlüsselung nach Verwendungszweck
Neu verhandelte Kredite, Volumina und Zinssätze	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Private Haushalte</li> <li>– Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Insgesamt (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften)</li> <li>– Konsumentenkredite (private Haushalte)</li> <li>– Wohnungsbaukredite (private Haushalte)</li> <li>– Sonstige Kredite (private Haushalte)</li> </ul>

**Um eine tiefere Analyse der Auswirkungen von geldpolitischen Änderungen auf die Zinserträge der Banken und die Zinszahlungen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu ermöglichen, wurde die MFI-Zinsstatistik zu den Beständen erweitert.**

Die neuen Positionen erlauben eine detaillierte Aufschlüsselung von Kreditzinsen nach Ursprungs- und Restlaufzeit sowie nach der nächsten Zinsanpassung. Diese Daten ergänzen die entsprechenden Angaben zu den Kreditvolumina, die im Rahmen der MFI-Bilanzstatistik erhoben werden, und liefern Informationen, mit denen der potenzielle Einfluss der geldpolitischen Beschlüsse auf das künftige Einkommen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie auf Konjunktur und Inflation gemessen wird.

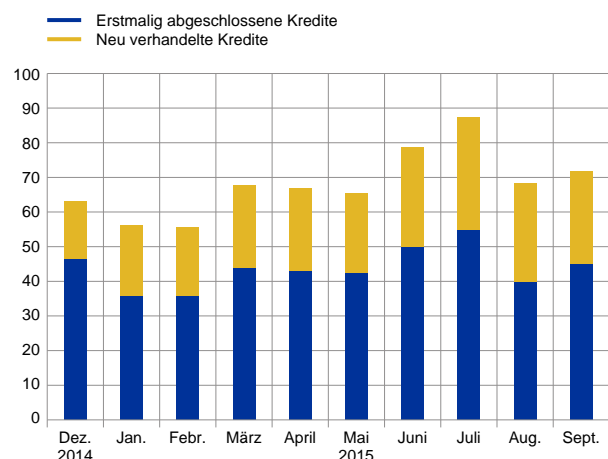
**Im Zeitraum von Dezember 2014 bis September 2015 waren die Zinssätze für erstmalig abgeschlossene Kredite im Neugeschäft etwas niedriger als jene für neu verhandelte Kredite.**

Durch den separaten Ausweis von neu verhandelten Krediten können diese vom gesamten Neugeschäft getrennt werden, was Hinweise zum Umfang der erstmalig an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum gewährten Kredite liefert. Dies kann als Näherungswert für die Entwicklung der Vergabe neuer Kredite an die Realwirtschaft verwendet werden. So handelte es sich im Zeitraum von Dezember 2014 bis September 2015 im Eurogebiet bei rund einem Drittel der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite im Neugeschäft in Wirklichkeit um Neuverhandlungen bereits bestehender Kredite (siehe Abbildung 4). Die übrigen zwei Drittel waren „echte“ neue Kredite, also erstmalig abgeschlossene Wohnungsbaukredite. Der entsprechende Zinssatz lässt sich aus diesen Volumenanteilen sowie aus den Neugeschäftszinssätzen und den Zinssätzen neu verhandelter Kredite ermitteln. Von Dezember 2014 bis September 2015 waren die

**Abbildung 4**

Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet: Neugeschäft

(Neugeschäftsvolumen; in Mrd €)

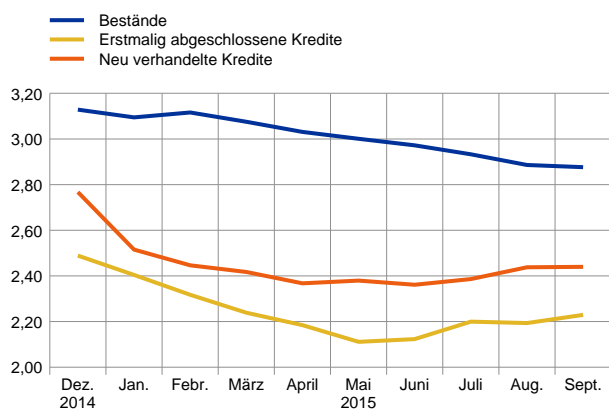


Quelle: EZB.

## Abbildung 5

### Zinssätze für Bestände und Neugeschäft von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.; ohne Kosten)



Quelle: EZB.

Zinsen für erstmalig abgeschlossene Kredite etwas geringer als jene für neu verhandelte Kredite (siehe Abbildung 5). Insgesamt lagen im Euroraum die Zinssätze für Wohnungsbaukredite im Neugeschäft im Schnitt deutlich unter den entsprechenden Bestandszinssätzen.

## 4 Investmentfonds

### Der Sektor der Investmentfonds wächst rapide, und damit nimmt auch seine Bedeutung für die wirtschaftliche Analyse zu.

Dies wird durch die Tatsache unterstrichen, dass der Anteil der Investmentfonds am Finanzsystem des Euroraums im zweiten Quartal 2015 mit etwa 16 % beträchtlich war. Die Aktiva der im Eurogebiet ansässigen Investmentfonds haben sich seit 2009 nahezu

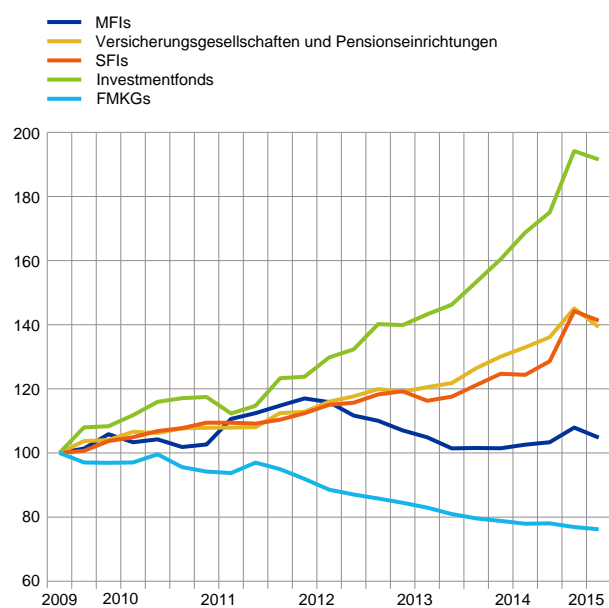
verdoppelt und beliefen sich Anfang 2015 auf mehr als 10 Billionen € (siehe Abbildung 6). Rund ein Drittel dieses Anstiegs lässt sich auf wirtschaftliche Transaktionen zurückführen, der übrige Teil auf die deutliche Erhöhung der Vermögenspreise in den vergangenen Jahren. Aufgrund dieses Wachstums und

der Bedeutung von Investmentfonds im Bereich der Finanzintermediation ist es unerlässlich, über genaue und zeitnahe Daten für diese Branche verfügen zu können. Erwerben Investmentfonds von der Realwirtschaft begebene Aktien und Schuldverschreibungen, stellen sie Unternehmen auch dann Mittel bereit, wenn Banken sich in Schwierigkeiten befinden. Damit sind sie nicht nur ein wichtiger Faktor der monetären und wirtschaftlichen Analyse der EZB, sondern sie haben auch einen erheblichen Einfluss auf die Bewertung der Finanzstabilität des Eurogebiets.

## Abbildung 6

### Wachstum der Bestände der finanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet seit dem vierten Quartal 2009

(Q4 2009 = 100)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

### Die verbesserte Meldung von Daten zu Investmentfonds berücksichtigt auch Finanzinnovationen.

Um die Qualität der Investmentfondsstatistik sicherzustellen, entsprechen die ab 2015 erhobenen Daten – wie bereits oben beschrieben – dem ESVG 2010. Es wurden auch zusätzliche, auf den Sektor der Investmentfonds abgestimmte Aufgliederungen eingeführt. Insbesondere werden nun Daten zu börsengehandelten Fonds (Exchange-Traded Funds – ETFs) als Unterposten zu allen Fonds erhoben. Zudem liegen inzwischen auch

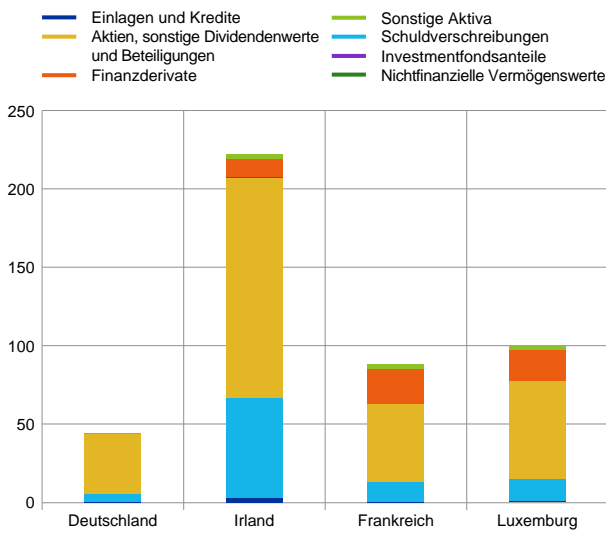
Angaben zu Mittelzuflüssen und -abflüssen aus der Ausgabe und Rücknahme von Investmentfondsanteilen für alle Mitgliedstaaten vor. Tabelle 3 gibt einen detaillierten Überblick über die neuen Aufschlüsselungen.

**Tabelle 3**  
Neue Aufschlüsselung der Bilanzpositionen von Investmentfonds

Periodizität	Position	Beschreibung	Sektor der Geschäftspartner
Monatlich	ETFs	Ausweis von ETFs als Teilssektor der Investmentfonds insgesamt	Zentralbank Sonstige Kreditinstitute
	Kredite an öffentliche Haushalte und FMKGs	Aufschlüsselung nach Ursprungslaufzeit: Bis zu 1 Jahr Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren Mehr als 5 Jahre	Öffentliche Haushalte FMKGs
	Investmentfondsanteile	Absatz und Rücknahme von Investmentfondsanteilen	Gesamtwirtschaft
Vierteljährlich	Bestand an Schuldverschreibungen	Ausweis der Sektoren der Geschäftspartner	Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) Sonstige Finanzinstitute Versicherungsgesellschaften Pensionseinrichtungen
	Bestand an Aktien, sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen	Ausweis der Sektoren der Geschäftspartner Ausweis der börsennotierten Aktien	MFIs Öffentliche Haushalte Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) Sonstige Finanzinstitute Versicherungsgesellschaften Pensionseinrichtungen Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Private Haushalte
	Bestand an Investmentfondsanteilen	Ausweis der verliehenen bzw. im Rahmen von Repogeschäften verkauften Wertpapiere	

**Abbildung 7**  
Gesamtaktiva der ETFs nach Anlageklasse für ausgewählte Länder des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; Stand: August 2015)



Quelle: EZB.

**Mit Blick auf den Sektor der Investmentfonds standen zuletzt ETFs nicht nur im Fokus der Anleger, sondern auch der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden.**<sup>4</sup> Dieser Teilssektor ist rasch gewachsen und hat Finanzinnovationen hervorgebracht. Daher ist es wichtig, dass die Entwicklung von ETFs vor dem Hintergrund der Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet beobachtet wird. Aus den neu erhobenen Daten geht hervor, dass ETFs zurzeit einen Anteil von rund 4,6 % an den Gesamtaktiva aller Investmentfonds haben. Wenngleich dieser Wert nicht sonderlich hoch ist, hat die Bedeutung von ETFs als Teil des Investmentfondssektors in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen. Mithilfe der neuen Daten kann diese Entwicklung nun überwacht werden. Durch die Daten ist es auch möglich, die Bilanzstruktur der ETFs zu bewerten. In Abbildung 7 werden der Umfang (in absoluter Rechnung) und die Struktur der Gesamtaktiva der ETFs in den Euro-Ländern dargestellt, in denen diese Fonds ein starkes Gewicht haben.

<sup>4</sup> Die zunehmende Bedeutung von ETFs wurde beispielsweise in der Veröffentlichung des Finanzstabilitätsrats mit dem Titel „Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)“ aus dem Jahr 2011 erörtert.

## 5 Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/ Verbriefungszweckgesellschaften

**Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs) sind aufgrund ihrer Rolle bei Verbriefungstransaktionen ein wichtiger Bestandteil des Finanzsystems.** Dies gilt ungeachtet der Tatsache, dass sie – gemessen an der Bilanzsumme – lediglich einen Anteil von 3 % am Finanzsektor des Euroraums haben (siehe Abbildung 1). Bei Verbriefungen werden üblicherweise illiquide Vermögenswerte (wie etwa Kredite) bzw. die mit einem Portfolio von Vermögenswerten verbundenen Kreditrisiken an eine FMKG übertragen, um damit deren Emission von Wertpapieren zu besichern.

**Zwar gab es zuletzt eine Reihe von Initiativen aufseiten der Zentralbanken und anderer Stellen, um den Verbriefungsmarkt als marktbasierter Finanzierungsquelle von Banken wiederzubeleben, doch ist das Verbriefungsgeschäft nach wie vor durch einbehaltene Transaktionen geprägt.** Vor der Finanzkrise stellten Verbriefungen eine wichtige Finanzierungsquelle für Banken dar; dabei kam ein Originate-and-Distribute-Geschäftsmodell zur Anwendung, bei dem Banken Kredite gewährten und dann durch Verbriefungen das Kreditrisiko an Investoren weitergeben konnten. Seit Ausbruch der Finanzkrise ließen sich die Verbriefungsaktivitäten allerdings hauptsächlich darauf zurückführen, dass Banken Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte der Notenbanken generieren mussten. So wurden die von den FMKGs begebenen Schuldverschreibungen nicht von Investoren aufgekauft, sondern die Banken, die die Originatoren waren, behielten sie selbst ein. Im zweiten Quartal 2015 lag der Bestand an von FMKGs im Euroraum

emittierten Schuldverschreibungen bei 1,4 Billionen €; die Banken im Eurogebiet hielten davon 0,8 Billionen €.

**Tabelle 4**  
Neue Positionen in der FMKG-Statistik

Position	Neue Aufschlüsselung nach Sektor der Geschäftspartner
Einlagen und Kreditforderungen	– Übrige Welt (Banken) – Übrige Welt (Nichtbanken)
Verbriefte Kredite (insgesamt)	– MFIs – Öffentliche Haushalte – Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) – Sonstige Finanzinstitute – Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen – Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften – Private Haushalte – Übrige Welt
Verbriefte Kredite (Originator: MFIs mit Sitz im Euro-Währungsgebiet)	– MFIs – Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) – Sonstige Finanzinstitute
Position	Neue Aufschlüsselung nach Laufzeiten
Einlagen und Kreditforderungen	– Bis zu 1 Jahr – Mehr als 1 Jahr
Erhaltene Kredite und Einlagen	– Bis zu 1 Jahr – Mehr als 1 Jahr

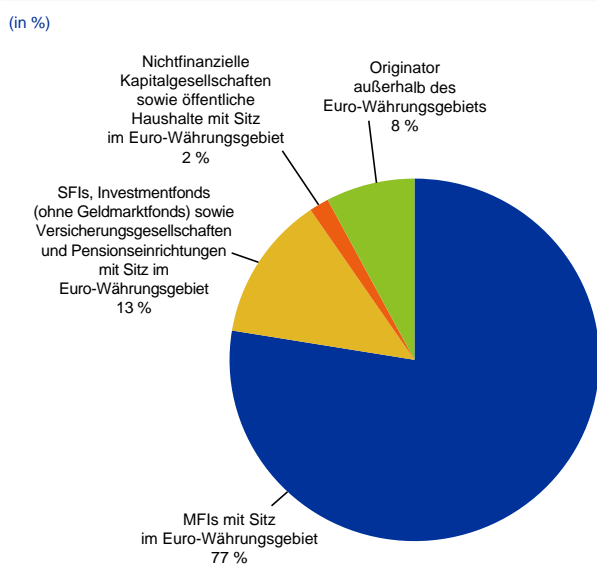
**Die aufgrund der Neufassung der Verordnung über finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (Verordnung EZB/2013/40) neu erhobenen Daten geben näheren Aufschluss über Aktivitäten, die nicht direkt mit den Banken im Eurogebiet zusammenhängen, so auch über Kredite, deren Originatoren andere Sektoren oder Rechtssubjekte außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind.** Dies ist besonders in Bezug auf das Schattenbankensystem (d. h. bankähnliche Tätigkeiten außerhalb des regulären Bankensystems) und die Rolle, die Verbriefungen zur Unterstützung der direkten Kreditvergabe an die Realwirtschaft spielen könnten, von Bedeutung. Zudem wurde der Umfang der Datenerhebung ausgeweitet und Transaktionen mit einbezogen, bei denen Versicherungs- oder

Rückversicherungsrisiken vom Versicherungssektor auf FMKGs übertragen werden.<sup>5</sup> Die Statistik zu den FMKGs wurde um zwei wesentliche Merkmale erweitert, die sich zusammengefasst auch in Tabelle 4 finden: a) neue Aufschlüsselungen des Sektors der Geschäftspartner, insbesondere für an FMKGs übertragene verbriefte Kredite; und b) neue Aufschlüsselungen nach Laufzeiten der von den FMKGs gehaltenen Einlagen bzw. der direkt den FMKGs gewährten oder von FMKGs erhaltenen Kredite.

**Die neue Untergliederung von verbrieften Krediten nach Geschäftspartnern ermöglicht einen genaueren Einblick in die Frage, welche Rolle Verbriefungen bei der Gewährung von Krediten durch Nichtbanken an die Realwirtschaft spielen.** Bislang war eine Aufgliederung nach Schuldnergruppen nur für Kredite vorhanden, deren Originatoren MFIs mit Sitz im Euroraum waren. Aus Abbildung 8 wird ersichtlich, dass 23 % (bzw. 268 Mrd €) der gesamten verbrieften Kredite im Bestand der FMKGs auf Originatoren zurückzuführen waren, die andere Rechtssubjekte waren und keine im Eurogebiet ansässigen MFIs.

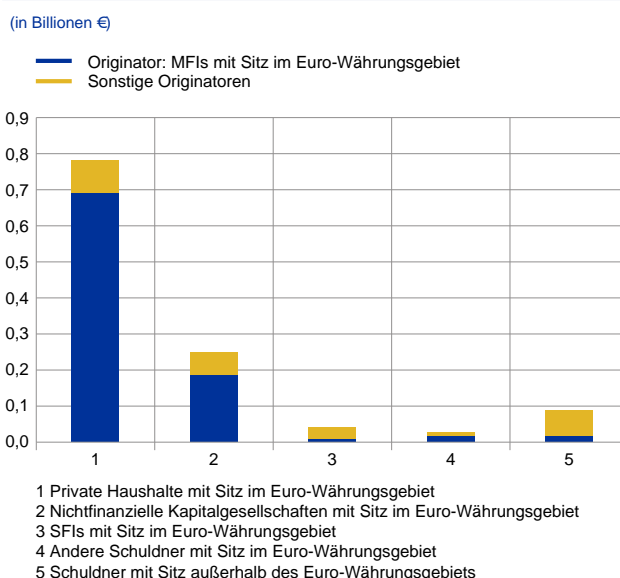
**Was die verbrieften Kredite betrifft, bei denen die Originatoren keine MFIs im Euroraum waren, so verfügten die FMKGs im zweiten Jahresviertel 2015 über einen Bestand von 91 Mrd € an Krediten an private Haushalte mit Sitz im Eurogebiet bzw. von 64 Mrd € an Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 9).** Zwar ist der Umfang an Krediten von MFI-Originatoren mit Sitz im Euroraum an Schuldner mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets gering, doch haben andere Originatoren 72 Mrd € über FMKGs im Euroraum verbrieft. Diese Verbriefungszweckgesellschaften sind vor allem in Ländern ansässig, in denen die FMKGs stärker in internationale als in inländische

**Abbildung 8**  
Von FMKGs im Euro-Währungsgebiet verbrieftete Kredite im zweiten Quartal 2015 nach Sektor des Originators



Quelle: EZB.

**Abbildung 9**  
Von FMKGs im Euro-Währungsgebiet verbrieftete Kredite im zweiten Quartal 2015, aufgeschlüsselt nach Schuldnergruppen



Quelle: EZB.

<sup>5</sup> Die entsprechenden Volumina sind derzeit gering; es werden keine gesonderten Aufgliederungen zu FMKGs veröffentlicht, die im versicherungsspezifischen Verbriefungsgeschäft aktiv sind.

Aktivitäten eingebunden sind, also in Irland, Luxemburg und den Niederlanden. Diese drei Länder haben auch einen recht hohen Anteil an den Einlagen und Kreditforderungen der FMKGs im Euroraum gegenüber Banken außerhalb des Eurogebiets (23 Mrd € im zweiten Vierteljahr 2015) sowie gegenüber Nichtbanken (8 Mrd €).

**Die neuen Untergliederungen der von den FMKGs gehaltenen Einlagen sowie der direkt den FMKGs gewährten oder von FMKGs erhaltenen Kredite nach Laufzeiten liefern Informationen zur Liquidität und zur Finanzierung der MFIs.** Etwa die Hälfte der Einlagen und Kreditforderungen der FMKGs gegenüber anderen Geschäftspartnern hat eine Laufzeit von bis zu einem Jahr und entfällt im Wesentlichen auf Einlagen bei Banken im Eurogebiet. Bei den erhaltenen Einlagen und Krediten hat rund ein Drittel eine kurze Laufzeit.

## 6 Wertpapieremissionen

**Aus der Statistik über Wertpapieremissionen lassen sich Informationen zu Kapitalzuflüssen und -abflüssen an den Finanzmärkten gewinnen.** Die monatliche Statistik umfasst Daten zu Umlauf, Absatz und Tilgungen sowie die Wachstumsraten von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien. Diese Zeitreihen werden nach Emissionsland und Emittentengruppe, Finanzinstrument, Ursprungslaufzeit, Verzinsungsart sowie Emissionswährung untergliedert. Zieht man auch die Angaben zu den MFI-Bilanzen und zu den MFI-Zinssätzen sowie die Finanzmarktpreise heran, lässt sich anhand dieser Daten die Substitution zwischen bankbasierter Finanzierung (über den Bankkreditkanal) und marktbasierter Finanzierung (über Wertpapieremissionen) untersuchen.

**Die erweiterten Daten zu den Wertpapieremissionen wurden erstmals im Januar 2015 (für den Referenzmonat November 2014) erfasst.** Die vor Januar 2015 erhobenen Daten werden beibehalten und zur Erstellung langer Zeitreihen verwendet.

**Durch die Erweiterung wurden mehrere neue Emittentengruppen eingeführt und einige institutionelle Einheiten innerhalb der Sektoren neu zugeordnet.**<sup>6,7</sup> In Abbildung 10 sind die Auswirkungen dieser Änderungen auf den Umlauf der von den wichtigsten Sektoren begebenen Schuldverschreibungen, die in den veröffentlichten Daten mit berücksichtigt werden, dargestellt. Für die neuen Sektoren, die dem ESVG 2010 entsprechen, liegen historische Daten ab Dezember 2012 vor.

**Mit der Erweiterung soll überdies die Meldung von Daten zu Nullkuponanleihen**

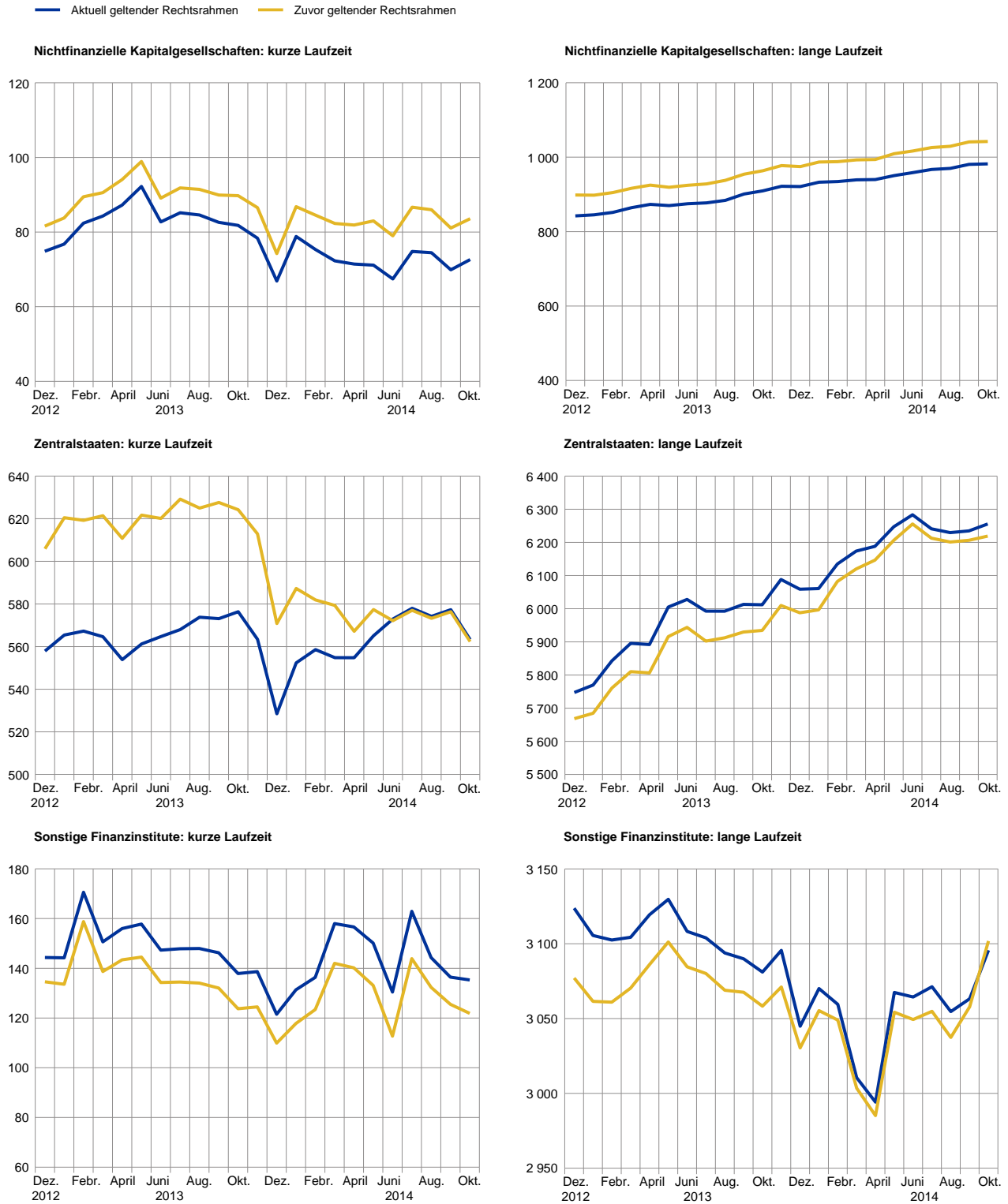
<sup>6</sup> Weitere Einzelheiten zu den Änderungen an der Statistik über Wertpapieremissionen finden sich im „User guide to the update of securities issues statistics under the amended Guideline ECB/2014/15“, abrufbar unter [www.ecb.europa.eu/stats/pdf/users\\_guide\\_sec\\_issues\\_statistics\\_2014\\_15.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/users_guide_sec_issues_statistics_2014_15.pdf)

<sup>7</sup> Nähere Angaben zur Aktualisierung der internationalen Standards finden sich in: EZB, Neue internationale Statistikstandards – verbesserte Methodik und Datenverfügbarkeit, Monatsbericht August 2014.

## Abbildung 10

### Umlauf von Schuldverschreibungen, dargestellt nach zuvor geltendem und aktuell geltendem Rechtsrahmen

(in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.



**harmonisiert werden.** In den rechtlichen Vorgaben sind Bewertungsregeln für Nullkuponanleihen explizit mit aufgeführt. Für diese neuen Daten findet zurzeit eine interne Qualitätsprüfung statt, weil einige Änderungen bei den Melde- und Erfassungssystemen vorgenommen werden mussten. Die neuen Zeitreihen zu den Nullkuponanleihen werden voraussichtlich im Lauf des Jahres 2016 veröffentlicht.

**Laut den neuen rechtlichen Bestimmungen müssen FMKGs, die Verbriefungsgeschäfte betreiben, erstmalig auch Daten zu von ihnen begebenen Wertpapieren bereitstellen.** Da es sich hierbei nicht um einen offiziellen Teilsektor gemäß ESVG 2010 handelt, werden die Angaben zu den von FMKGs begebenen Wertpapieren auch als Teil des Sektors der SFIs ausgewiesen. Die neuen statistischen Angaben werden Untergliederungen nach Laufzeit und Zinsart enthalten; ihre Veröffentlichung ist für 2016 vorgesehen.

## 7 Schlussbemerkungen

**Die EZB hat im Lauf des Jahres 2015 eine Reihe erweiterter Datensätze zu den monetären und finanziellen Statistiken zur Verfügung gestellt.** Hierzu zählen die Statistik über die MFI-Bilanzpositionen, MFI-Zinssätze, Investmentfonds, FMKGs und Wertpapieremissionen.

**Für die Bilanzpositionen der MFIs kann nun eine genauere Aufschlüsselung nach dem Sektor der Geschäftspartner und nach Finanzinstrumenten erfolgen.** Diese Untergliederungen sind mit dem ESVG 2010 abgestimmt. Dies betrifft auch konzerninterne Positionen bei Einlagen und Krediten, was sich für die Analyse von Phasen finanzieller Spannungen als hilfreich erweisen könnte. Darüber hinaus wurde die Bereinigung der MFI-Kredite an den privaten Sektor um Verkäufe und Verbriefungen verbessert, um Beständen und Tilgungen von ausgebuchten Krediten Rechnung zu tragen.

**Aus der MFI-Zinsstatistik können das Volumen und die Zinssätze für erstmalig abgeschlossene Kredite abgeleitet werden.** Hierzu werden neu verhandelte Kredite an private Haushalte (untergliedert nach Verwendungszweck) und Unternehmen getrennt aufgeführt. Außerdem enthalten die neuen Daten eine detaillierte Aufschlüsselung von Kreditzinsen nach Ursprungs- und Restlaufzeit sowie nach dem Datum der nächsten Zinsanpassung. Damit lässt sich ein besseres Verständnis der Auswirkungen von geldpolitischen Beschlüssen auf die Zinserträge der Banken und die von den Privathaushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu entrichtenden Zinsen erreichen.

**Die Statistik über Investmentfonds wurde ebenfalls in mehrfacher Hinsicht verbessert.** Die ab 2015 erhobenen Daten wurden mit dem Rechnungslegungsrahmen ESVG 2010 abgestimmt. Zudem werden nun auch Daten zu ETFs als Unterposten zu allen Fonds erfasst; des Weiteren stehen Angaben zu Mittelzuflüssen und -abflüssen aus der Ausgabe und Rücknahme von Investmentfondsanteilen für alle Staaten des Eurogebiets zur Verfügung.

**Die Statistik zu den FMKGs wurde um neue Merkmale erweitert.** Daraus ergeben sich verbesserte Angaben zu verbrieften Krediten, die nicht von MFIs im Euroraum ausgereicht wurden, und Aufschlüsselungen der von den FMKGs gehaltenen Einlagen sowie der direkt den FMKGs gewährten oder von FMKGs erhaltenen Kredite nach kurzen und langen Laufzeiten.

**Auf Grundlage des ESVG 2010 werden nun auch in der Statistik über Wertpapieremissionen mehrere neue institutionelle Sektoren, einschließlich FMKGs, ausgewiesen.** Die Klassifikation einiger institutioneller Einheiten innerhalb der Sektoren wurde darüber hinaus neu geordnet. Neue harmonisierte Datenreihen zu Nullkuponanleihen werden voraussichtlich demnächst veröffentlicht.

**Mit Blick auf das Jahr 2016 wird der statistische Berichtsrahmen der EZB in zwei Bereichen ausgebaut.** Zum einen wird die EZB mit der Erhebung täglicher Statistiken über Geldmarktgeschäfte am besicherten und am unbesicherten Geldmarkt, am Markt für Devisenswaps und am Markt für Tagesgeldsatz-Swaps beginnen. Die Daten hierzu werden auf Einzeltransaktionsbasis bei den größten MFIs im Euroraum erhoben; anhand dieser Angaben ist dann ein noch umfassenderer Einblick in den Transmissionsmechanismus geldpolitischer Entscheidungen möglich. Zum anderen werden die Statistiken über Versicherungsgesellschaften im Euro-Währungsgebiet harmonisiert, und zwar mittels der weitgehenden Wiederverwendung der aufsichtlichen Meldungen nach Solvabilität II. Damit sollte der Erhebungsaufwand auf ein Mindestmaß beschränkt bleiben. Die Erhebung dieser statistischer Daten wird die monetäre und finanzielle Analyse weiter vertiefen.

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	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	2,2	1,2	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,1	1,5	2,2	1,6	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q4	0,8	0,5	0,8	0,3	1,7	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 Q1	0,7	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	0,7	1,0	0,7	-0,2	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
Q3	.	0,5	0,5	-0,2	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
2015 Juni	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,1	0,0	0,4	1,4	0,2
Juli	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Okt.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Nov. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,1

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

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

3) Bei dem Wert für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten, welche üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

1) „Global“ und „Industrieländer“ ohne Euro-Währungsgebiet. Jahres- und Quartalswerte als Veränderung gegen Vorperiode in %; Monatswerte als Veränderung des Dreimonatsdurchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 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
2015 Mai	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
Juni	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Juli	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Aug.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
Sept.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Okt.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08

Quelle: EZB.

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

### 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-Währungs- gebiet <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
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
2015 Mai	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
Juni	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Juli	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
Aug.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
Sept.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Okt.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77

Quelle: EZB.

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

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

### 2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamt- index 1	Euro STOXX 50 2	Grund- stoffe 3	Verbrau- chernahe Dienstlei- stungen 4	Konsum- güter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanz- sektor 7	Industrie 8	Techno- logie 9	Versor- gungsun- ternehmen 10	Telekom- munikation 11	Gesund- heits- wesen 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
2015 Mai	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2
Juni	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8
Juli	366,3	3 545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2 094,1	20 372,6
Aug.	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1
Sept.	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2
Okt.	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1
Nov.	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Zusam- men- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Zusam- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich 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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 Nov.	0,20	0,92	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53
Dez.	0,20	0,89	0,96	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,41	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48
2015 Jan.	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,31	2,55	2,45	2,44	2,69	2,40
Febr.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,08	2,48	2,35	2,49	2,58	2,37
März	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,43	2,24	2,40	2,53	2,29
April	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
Mai	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17
Juni	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18
Juli	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
Aug.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sept.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25
Okt. <sup>(p)</sup>	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,97	5,21	6,03	6,43	2,65	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3) Beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	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 Nov.	0,24	0,44	1,16	3,57	3,80	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
Dez.	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,78	2,50	1,72	2,16	2,13	2,46
2015 Jan.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	3,00	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46
Febr.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,14	2,24	2,71	2,39	1,51	1,98	2,15	2,37
März	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,36
April	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,64	2,26	1,61	1,93	2,03	2,33
Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,27
Juni	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,88	2,09	2,32	2,23	1,59	1,91	2,04	2,26
Juli	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,19
Aug.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,14
Sept.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,88	2,18	2,22
Okt. <sup>(p)</sup>	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,15

Quelle: EZB.

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

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2012	1 426	581	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21
2013	1 247	477	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1 309	544	119	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 April	1 408	599	133	.	80	533	62	350	156	39	.	38	82	35
Mai	1 393	589	133	.	80	532	59	324	138	36	.	36	80	33
Juni	1 325	559	119	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
Juli	1 327	558	115	.	81	520	54	338	143	34	.	39	91	31
Aug.	1 330	558	119	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
Sept.	1 312	545	113	.	75	520	59	341	161	29	.	29	93	30
<b>Langfristig</b>														
2012	15 205	4 814	3 166	.	842	5 758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15 108	4 405	3 086	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 137	4 048	3 168	.	993	6 286	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 April	15 293	3 999	3 233	.	1 031	6 389	641	226	70	38	.	21	87	10
Mai	15 373	3 981	3 256	.	1 034	6 462	640	190	50	44	.	6	85	4
Juni	15 353	3 937	3 268	.	1 028	6 485	634	207	69	34	.	13	87	5
Juli	15 312	3 915	3 288	.	1 036	6 437	636	224	79	42	.	10	83	10
Aug.	15 255	3 893	3 246	.	1 035	6 444	637	112	42	19	.	4	44	4
Sept.	15 285	3 865	3 263	.	1 043	6 482	633	256	63	80	.	16	93	4

Quelle: EZB.

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

### 2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2012	16 631,3	5 395,6	3 311,9	.	917,3	6 316,2	690,3	4 598,1	404,7	615,6	3 577,9
2013	16 355,3	4 881,5	3 208,5	.	987,9	6 597,8	679,6	5 646,1	569,1	748,1	4 329,0
2014	16 446,9	4 591,7	3 287,0	.	1 051,6	6 823,7	692,9	5 957,2	591,1	785,8	4 580,3
2015 April	16 700,7	4 598,1	3 366,2	.	1 111,0	6 921,8	703,5	7 001,8	683,9	909,2	5 408,8
Mai	16 766,0	4 570,0	3 388,8	.	1 113,8	6 994,0	699,5	7 023,0	675,5	902,4	5 445,1
Juni	16 678,2	4 496,0	3 387,3	.	1 103,1	7 001,4	690,4	6 842,8	664,3	880,5	5 298,0
Juli	16 639,6	4 473,3	3 403,0	.	1 116,6	6 956,9	689,9	7 113,7	695,0	914,8	5 503,9
Aug.	16 584,2	4 450,5	3 364,7	.	1 113,5	6 959,6	696,0	6 575,9	630,6	849,9	5 095,4
Sept.	16 596,7	4 409,9	3 375,3	.	1 117,6	7 001,9	692,0	6 273,0	582,5	806,4	4 884,0
<b>Wachstumsraten</b>											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,0	0,3
2014	-0,6	-7,7	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 April	-0,2	-6,7	2,5	.	6,6	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
Mai	-0,6	-7,1	0,9	.	5,6	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
Juni	-1,0	-7,7	1,3	.	4,3	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7
Juli	-1,2	-7,5	0,5	.	4,0	1,5	-0,6	1,1	3,3	0,3	0,9
Aug.	-1,0	-7,2	0,5	.	4,0	1,8	-0,2	1,1	3,3	0,5	0,9
Sept.	-0,5	-7,4	2,5	.	4,4	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG <sup>2)</sup> 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2012	97,6	95,0	93,3	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1
2014 Q4	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5
2015 Q1	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3
Q2	91,2	87,5	88,3	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
Q3	92,7	88,7	89,6	-	-	-	107,6	88,6
2015 Juni	92,3	88,5	89,2	-	-	-	106,0	87,6
Juli	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Aug.	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
Sept.	93,8	89,6	90,7	-	-	-	109,6	90,2
Okt.	93,6	89,4	90,3	-	-	-	109,0	89,6
Nov.	91,1	87,0	87,8	-	-	-	106,0	86,9
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2015 Nov.	-2,7	-2,7	-2,8	-	-	-	-2,8	-3,0
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2015 Nov.	-7,9	-8,4	-6,8	-	-	-	-5,3	-6,9

Quelle: EZB.

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

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

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 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 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
Q2	6 857	7 574	27 379	7 462	306 100	134 289	4 088	0 721	4 4442	9 300	1 041	1 105
Q3	7 008	7 578	27 075	7 462	312 095	135 863	4 188	0 717	4 4290	9 429	1 072	1 112
2015 Juni	6 959	7 572	27 307	7 460	311 960	138 740	4 159	0 721	4 4671	9 272	1 045	1 121
Juli	6 827	7 586	27 094	7 462	311 531	135 681	4 152	0 707	4 4391	9 386	1 049	1 100
Aug.	7 063	7 558	27 041	7 463	311 614	137 124	4 195	0 714	4 4235	9 515	1 078	1 114
Sept.	7 146	7 589	27 089	7 461	313 145	134 851	4 218	0 731	4 4236	9 392	1 091	1 122
Okt.	7 135	7 621	27 105	7 460	311 272	134 839	4 251	0 733	4 4227	9 349	1 088	1 124
Nov.	6 840	7 607	27 039	7 460	312 269	131 597	4 249	0 707	4 4453	9 313	1 083	1 074
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2015 Nov.	-4,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-2,4	0,0	-3,6	0,5	-0,4	-0,5	-4,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2015 Nov.	-10,5	-0,8	-2,3	0,3	1,8	-9,3	0,9	-10,6	0,4	0,8	-9,9	-13,9

Quelle: EZB.



## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2014 Q3	19 133,3	20 292,0	-1 158,8	7 740,1	5 925,7	6 234,5	9 565,8	-54,8	4 616,4	4 800,5	597,0	11 849,1
Q4	19 871,7	20 989,4	-1 117,7	8 249,4	6 410,5	6 467,3	9 823,6	-43,1	4 585,7	4 755,3	612,3	12 038,7
2015 Q1	21 840,3	22 833,9	-993,6	8 952,8	6 623,5	7 225,1	11 054,9	-69,3	5 041,3	5 155,5	690,4	12 995,0
Q2	21 378,9	22 271,8	-892,9	8 804,9	6 673,7	7 102,3	10 627,9	-22,3	4 835,5	4 970,2	658,5	12 649,4
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2015 Q2	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
<b>Transaktionen</b>												
2014 Q4	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 Q1	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
Q2	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
Q3	10,9	-55,7	66,6	57,9	45,5	-0,2	-109,7	-4,6	-44,8	8,5	2,7	-
2015 April	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
Mai	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
Juni	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
Juli	63,5	12,7	50,8	27,9	-7,9	-3,2	-65,1	10,5	35,3	85,7	-7,0	-
Aug.	-6,4	-10,7	4,3	0,3	-2,8	10,2	-21,4	-8,8	-9,5	13,5	1,4	-
Sept.	-46,2	-57,8	11,5	29,7	56,3	-7,2	-23,3	-6,4	-70,7	-90,8	8,3	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2015 Sept.	674,9	486,5	188,4	405,9	337,4	363,4	150,0	31,7	-134,9	-0,9	8,8	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2015 Sept.	6,6	4,7	1,8	4,0	3,3	3,5	1,5	0,3	-1,3	0,0	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag <sup>1)</sup>			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2012	9 849,1	9 581,8	5 540,2	2 066,8	1 984,8	1 033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4 294,4	4 027,0
2013	9 952,8	9 610,6	5 566,2	2 096,3	1 943,1	1 004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4 369,8	4 027,7
2014	10 126,9	9 738,9	5 643,0	2 130,5	1 976,6	1 007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4 511,3	4 123,3
2014 Q3	2 537,6	2 439,2	1 413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1 139,0	1 040,6
Q4	2 552,8	2 446,4	1 422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1 149,3	1 042,9
2015 Q1	2 575,9	2 462,4	1 424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1 159,6	1 046,0
Q2	2 593,9	2 473,0	1 437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1 188,1	1 067,2
<i>In % des BIP</i>												
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2014 Q4	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	-	-	0,9	0,9
2015 Q1	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	-	-	1,0	1,5
Q2	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-	-	1,6	1,0
Q3	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	-	-	2,7	-0,8
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	-	-	3,9	4,2
2014 Q4	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	-	-	4,3	4,8
2015 Q1	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	-	-	4,8	5,5
Q2	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	-	-	5,2	5,2
Q3	1,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2014 Q4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2015 Q1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-	-
Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
Q3	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	-	-
2014 Q4	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2015 Q1	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
Q2	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-
Q3	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (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 Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2012	8 854,7	148,7	1 733,6	466,7	1 674,8	410,7	441,3	1 016,3	929,8	1 719,3	313,4	994,4
2013	8 945,3	152,9	1 737,8	457,3	1 690,3	414,0	443,2	1 035,0	945,1	1 751,1	318,7	1 007,5
2014	9 090,7	146,6	1 761,7	458,2	1 716,5	418,3	455,0	1 055,9	968,1	1 785,4	324,9	1 036,2
2014 Q3	2 278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
Q4	2 290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 Q1	2 316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
Q2	2 328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
In % der Wertschöpfung												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2014 Q3	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
Q4	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 Q1	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
Q2	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 Q3	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
Q4	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 Q1	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
Q2	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 Q1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 Q3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 Q1	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 Q3	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
Q4	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 Q1	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
Q2	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 Q3	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
Q4	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 Q1	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
Q2	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 Q3	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
Q4	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 Q1	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
Q2	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio <sup>1)</sup>	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2012	159 111	4,0	18 188	11,4	5,2	14 632	10,1	3 556	23,6	9 755	11,3	8 433	11,5	1,6
2013	159 334	4,6	19 232	12,0	5,9	15 638	10,8	3 594	24,3	10 309	11,9	8 923	12,1	1,5
2014	160 308	4,6	18 631	11,6	6,1	15 219	10,4	3 413	23,7	9 928	11,5	8 704	11,8	1,7
2014 Q4	160 956	4,6	18 418	11,5	6,1	15 104	10,3	3 314	23,2	9 785	11,3	8 633	11,6	1,8
2015 Q1	160 089	4,7	17 948	11,2	5,9	14 719	10,1	3 229	22,7	9 513	11,0	8 435	11,4	1,7
Q2	160 446	4,6	17 711	11,0	5,7	14 521	9,9	3 190	22,5	9 418	10,9	8 292	11,2	1,7
Q3	.	.	17 343	10,8	.	14 224	9,7	3 118	22,1	9 237	10,7	8 106	11,0	.
2015 Mai	-	-	17 696	11,0	-	14 519	9,9	3 177	22,4	9 439	10,9	8 257	11,1	-
Juni	-	-	17 689	11,0	-	14 503	9,9	3 187	22,5	9 408	10,9	8 281	11,2	-
Juli	-	-	17 417	10,9	-	14 312	9,8	3 105	22,1	9 274	10,7	8 143	11,0	-
Aug.	-	-	17 358	10,8	-	14 231	9,7	3 127	22,2	9 233	10,7	8 125	11,0	-
Sept.	-	-	17 253	10,8	-	14 130	9,7	3 123	22,2	9 203	10,6	8 050	10,9	-
Okt.	-	-	17 240	10,7	-	14 093	9,6	3 148	22,3	9 240	10,7	8 000	10,8	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- einkang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt	Hauptgruppen							Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,8
2014 Q4	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,7
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,5	1,2	2,1	1,0	3,1	2,1	9,0
Q2	1,3	1,6	0,9	2,7	0,8	-1,1	-0,6	5,5	2,2	1,3	3,2	2,5	6,9
Q3	1,9	2,2	1,0	2,5	2,6	0,3	-0,9	2,0	2,8	2,2	3,2	4,1	9,4
2015 Mai	1,7	2,3	2,1	3,9	0,3	-3,7	0,3	5,2	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
Juni	1,5	1,8	0,7	2,1	2,3	-0,2	-1,0	7,7	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
Juli	1,8	1,6	0,0	1,8	2,7	3,8	-0,3	3,2	3,2	2,3	3,6	3,0	9,9
Aug.	2,2	2,7	1,1	4,0	2,8	-1,6	-1,4	3,4	2,2	2,6	2,0	4,1	8,3
Sept.	1,7	2,3	1,8	2,2	2,2	-1,4	1,8	-0,6	2,9	1,6	4,0	5,3	9,8
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2015 Mai	-0,1	0,3	0,3	1,3	-0,5	-2,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
Juni	-0,3	-0,8	-0,3	-1,5	-0,5	2,9	-0,8	1,8	0,0	-0,4	0,3	0,4	1,6
Juli	0,7	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,0	0,4	-1,5	0,6	0,5	0,6	0,3	2,2
Aug.	-0,4	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-3,0	0,5	-1,6	0,0	0,6	-0,5	1,6	-0,9
Sept.	-0,3	-0,5	0,0	-0,3	-1,3	1,2	-0,4	-2,6	-0,1	-0,6	0,1	0,0	0,8
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100) 1	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher 4	Vertrauensindikator für das Baugewerbe 5	Vertrauensindikator für den Einzelhandel 6	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe 9	Produktion im verarbeitenden Gewerbe 10	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor 11	Gesamtindex für die Produktion 12
		Vertrauensindikator für die Industrie 2	Kapazitätsauslastung (in %) 3				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor 7	Kapazitätsauslastung (in %) 8				
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-21,9	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q4	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
Q2	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
Q3	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 Juni	103,5	-3,4	-	-5,5	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Juli	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Aug.	104,1	-3,7	-	-6,7	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
Sept.	105,6	-2,3	-	-7,0	-23,2	4,2	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
Okt.	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Nov.	106,1	-3,2	-	-5,9	-17,8	5,8	12,8	-	52,8	54,0	54,6	54,4

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

### 3.7 Zusammengefasste Konten für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (soweit nicht anders angegeben, in jeweiligen Preisen; nicht saisonbereinigt)

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	133,7	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-2,2	32,0	3,0	132,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	132,9	1,8	3,5	1,0
2014 Q3	12,8	95,5	1,3	1,8	-0,9	2,8	0,4	32,0	3,3	132,1	1,7	3,0	0,8
Q4	12,7	95,7	0,8	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	133,3	1,8	2,1	1,0
2015 Q1	12,7	95,3	1,9	1,9	-0,3	3,6	1,2	32,6	4,1	135,3	2,7	2,1	1,4
Q2	12,8	95,0	2,0	1,9	-0,2	2,4	1,2	33,2	4,8	134,7	3,2	6,0	1,6

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettozunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnung entspricht.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

### 3 Konjunktorentwicklung

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

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 Q4	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 Q1	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
Q2	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
Q3	875,1	801,6	73,5	511,7	432,1	185,9	173,1	152,0	138,6	25,5	57,8	9,2	4,5
2015 April	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
Mai	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
Juni	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
Juli	295,5	270,1	25,4	173,8	146,0	62,0	58,1	51,4	46,5	8,4	19,4	3,2	1,6
Aug.	288,7	269,9	18,7	166,9	144,9	62,6	58,1	50,0	46,2	9,2	20,8	3,3	1,2
Sept.	291,0	261,6	29,4	171,0	141,2	61,4	56,8	50,7	45,9	7,9	17,7	2,7	1,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2015 Sept.	3 506,1	3 202,6	303,5	2 057,3	1 744,9	736,1	677,6	610,6	543,4	102,0	236,6	40,2	55,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2015 Sept.	34,2	31,2	3,0	20,1	17,0	7,2	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q4	4,1	0,1	499,2	237,4	103,0	145,7	408,9	437,0	261,6	64,2	104,1	294,7	66,1
2015 Q1	5,6	1,8	509,5	241,5	105,1	149,5	421,9	447,6	259,8	70,1	109,6	315,1	55,4
Q2	8,2	3,9	513,7	242,5	105,3	153,6	428,7	452,2	264,7	69,5	110,5	316,0	59,9
Q3	4,4	0,7	506,7	.	.	.	421,0	445,0	.	.	.	313,5	.
2015 April	9,1	5,1	171,3	81,5	35,3	51,0	143,2	151,2	88,8	23,9	36,3	106,4	19,7
Mai	2,8	0,0	170,4	80,4	34,4	50,9	141,9	148,8	87,3	22,5	36,6	102,8	20,6
Juni	12,7	6,5	172,0	80,6	35,6	51,7	143,6	152,1	88,6	23,1	37,6	106,7	19,6
Juli	7,0	0,7	172,7	79,7	35,2	52,5	143,4	150,1	86,3	23,1	37,6	105,8	18,2
Aug.	5,5	2,8	166,1	77,2	34,2	50,8	137,7	147,1	83,6	22,8	37,6	103,3	16,9
Sept.	0,9	-1,0	167,9	.	.	.	139,9	147,8	.	.	.	104,4	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q4	2,9	2,3	118,0	113,9	120,6	122,0	117,4	102,7	102,7	100,3	104,1	104,8	97,7
2015 Q1	2,6	5,1	119,1	115,2	120,6	123,3	118,9	106,4	106,5	105,0	106,3	108,6	105,9
Q2	3,0	2,4	117,2	113,6	118,8	121,7	118,1	103,7	103,9	100,6	104,9	106,6	99,4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 März	7,3	10,5	119,5	115,9	118,7	124,5	119,7	107,9	108,2	105,9	108,9	110,0	108,8
April	3,5	3,3	117,4	114,5	119,4	122,2	118,5	104,1	104,6	103,6	103,5	107,3	101,4
Mai	-2,6	-2,3	116,4	112,7	116,8	120,4	117,1	101,9	101,9	98,6	103,7	104,1	99,6
Juni	8,1	6,1	117,8	113,7	120,2	122,5	118,7	105,0	105,2	99,6	107,4	108,3	97,2
Juli	3,0	1,8	118,7	113,0	118,9	125,4	118,8	105,8	104,8	103,4	108,1	108,3	96,7
Aug.	2,0	5,2	114,7	110,4	115,1	121,5	113,8	104,5	104,9	98,2	106,0	103,9	100,2

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
- 2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)							Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2005 =100	Insgesamt			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		2	Insgesamt ohne Nahrungs- mittel und Energie											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
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	
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 Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2015 Q1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2	
Q2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
Q3	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
2015 Juni	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9	
Juli	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9	
Aug.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9	
Sept.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7	
Okt.	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7	
Nov. <sup>2)</sup>	118,0	0,1	0,9	.	1,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	.	.	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohn- ungs- mieten	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
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	
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 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	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2	
Q2	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2	
Q3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0	
2015 Juni	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1	
Juli	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0	
Aug.	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0	
Sept.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1	
Okt.	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2	
Nov. <sup>2)</sup>	1,5	0,7	2,6	.	0,5	-7,3	.	.	.	.	.	.	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Daten, welche üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.



## 4 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien <sup>1)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>1)</sup>	
	Insge- samt (Index: 2010 = 100)	Insge- samt Verarbei- tendes Gewerbe	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie				
			Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
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	-0,1
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	-1,1
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	1,1
2014 Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,4
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5
Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,0	3,2
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	.	.	.
2015 Mai	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,2	-	-	-
Juni	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
Juli	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-
Aug.	103,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-
Sept.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,5	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-
Okt.	103,2	-3,1	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,7	-	-	-

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

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q4	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	5,8	-15,5	-8,8	-2,2	-14,5

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,1	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	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 Q1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
Q2	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
Q3	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 Juni	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
Juli	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
Aug.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Sept.	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Okt.	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Nov.	-0,7	2,3	4,1	-9,3	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,7

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7
2014 Q4	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7
2015 Q1	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4
Q2	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	1,5
Q3	.	.	.	.	.	.	1,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2012	102,5	1,9	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 Q3	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
Q4	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 Q1	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
Q2	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	103,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 Q3	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
Q4	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 Q1	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
Q2	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 Q3	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
Q4	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 Q1	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
Q2	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 Q3	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
Q4	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 Q1	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
Q2	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 Q3	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
Q4	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 Q1	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
Q2	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	0,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	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	Repoge- schäfte							
1	2	3	4	5								
Bestände												
2012	864,1	4 233,3	5 097,4	1 798,6	2 099,6	3 898,2	8 995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9 786,0
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10 324,7
2014 Q4	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10 324,7
2015 Q1	993,5	5 155,4	6 148,9	1 529,2	2 150,0	3 679,1	9 828,0	125,8	437,5	96,4	659,7	10 487,6
Q2	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Q3	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
2015 Mai	1 006,4	5 258,0	6 264,3	1 489,7	2 156,9	3 646,6	9 911,0	110,1	444,0	94,9	649,1	10 560,0
Juni	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Juli	1 020,2	5 364,7	6 384,9	1 471,3	2 161,8	3 633,2	10 018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10 665,7
Aug.	1 025,0	5 383,8	6 408,8	1 460,3	2 164,0	3 624,3	10 033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10 662,1
Sept.	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
Okt. <sup>(p)</sup>	1 029,9	5 487,6	6 517,5	1 438,1	2 164,4	3 602,5	10 120,0	106,8	473,9	78,2	658,8	10 778,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,3	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,5	24,3	374,8
2014 Q4	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 Q1	23,8	166,9	190,7	-56,7	1,6	-55,2	135,5	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,5
Q2	20,5	151,6	172,0	-47,8	11,0	-36,7	135,3	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,6
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,4	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,6	8,3	119,3
2015 Mai	4,4	62,4	66,8	-27,8	4,3	-23,5	43,3	-18,4	-6,0	-12,6	-37,0	6,3
Juni	7,6	45,5	53,1	-8,8	3,8	-5,0	48,1	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,2
Juli	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-12,0	17,7	73,3
Aug.	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
Sept.	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,5
Okt. <sup>(p)</sup>	1,7	58,1	59,8	-12,4	-0,2	-12,6	47,2	8,2	16,4	5,8	30,4	77,6
Wachstumsraten												
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2014 Q4	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2015 Q1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,3	5,6	4,7
Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 Mai	8,3	12,0	11,4	-10,2	0,4	-4,2	5,0	-9,5	7,7	14,6	4,7	5,0
Juni	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
Juli	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,2	2,7	5,2
Aug.	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	7,8	2,4	4,9
Sept.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
Okt. <sup>(p)</sup>	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,2	8,4	3,4	5,3

Quelle: EZB.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</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	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2012	1 618,4	1 101,2	404,8	101,9	10,5	5 309,1	2 358,9	976,4	1 962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 814,9	1 318,6	365,7	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 Q4	1 814,9	1 318,6	365,7	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 Q1	1 848,1	1 381,7	340,2	111,4	14,9	5 598,2	2 839,3	762,8	1 992,3	3,8	948,2	225,7	340,2
Q2	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Q3	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 Mai	1 855,1	1 404,5	326,4	112,1	12,2	5 624,4	2 878,5	745,8	1 996,3	3,9	960,0	229,1	346,1
Juni	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Juli	1 889,2	1 438,2	325,1	113,4	12,6	5 664,6	2 942,4	722,4	1 996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
Aug.	1 889,1	1 441,8	325,2	114,0	8,2	5 674,5	2 959,9	714,7	1 996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
Sept.	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
Okt. <sup>(p)</sup>	1 937,8	1 493,9	316,9	116,9	10,1	5 706,1	3 002,8	705,5	1 994,3	3,5	964,8	222,2	365,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 Q4	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,5	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 Q1	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,3	1,5	7,5
Q2	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,7	2,8	0,9
Q3	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 Mai	6,9	14,4	-7,6	-0,6	0,8	11,5	18,9	-10,8	3,1	0,4	-0,3	0,5	1,9
Juni	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,7	-0,8	-5,1
Juli	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
Aug.	2,7	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Sept.	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
Okt. <sup>(p)</sup>	34,9	41,2	-7,8	1,6	0,0	10,1	15,0	-2,1	-3,4	0,5	-4,9	4,3	9,4
<b>Wachstumsraten</b>													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 Q4	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 Q1	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
Q2	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Q3	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 Mai	4,4	10,8	-13,7	0,7	-23,6	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,1	13,8	1,5	8,4
Juni	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Juli	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
Aug.	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Sept.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
Okt. <sup>(p)</sup>	7,1	12,9	-11,4	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	10,9	-3,8	9,7

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet								Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen		
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>		An Versicherungs-gesellschaften und Pensions-einrichtungen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2012	3 408,9	1 169,7	2 239,3	13 070,2	10 858,3	11 263,1	4 543,9	5 244,0	981,1	89,3	1 437,9	774,1
2013	3 405,0	1 096,7	2 308,2	12 708,9	10 544,2	10 929,3	4 353,4	5 222,8	869,2	98,7	1 364,8	799,9
2014	3 606,3	1 132,1	2 474,1	12 563,2	10 511,0	10 918,5	4 278,8	5 200,4	903,0	128,9	1 277,6	774,7
2014 Q4	3 606,3	1 132,1	2 474,1	12 563,2	10 511,0	10 918,5	4 278,8	5 200,4	903,0	128,9	1 277,6	774,7
2015 Q1	3 671,9	1 148,5	2 523,5	12 673,8	10 611,7	11 009,0	4 308,0	5 234,0	935,1	134,7	1 274,0	788,1
Q2	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 635,4	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,6	906,8	135,5	1 253,8	789,4
Q3	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3
2015 Mai	3 694,6	1 143,3	2 551,3	12 661,3	10 605,7	11 003,7	4 300,7	5 242,3	921,6	141,1	1 263,6	792,0
Juni	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 635,4	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,6	906,8	135,5	1 253,8	789,4
Juli	3 729,4	1 132,3	2 597,1	12 711,9	10 606,0	11 005,5	4 297,5	5 261,5	915,4	131,6	1 302,8	803,0
Aug.	3 767,1	1 132,3	2 634,8	12 696,6	10 599,0	11 001,2	4 290,9	5 268,8	910,8	128,6	1 305,9	791,7
Sept.	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3
Okt. <sup>(p)</sup>	3 835,1	1 119,0	2 716,2	12 692,8	10 605,9	11 001,6	4 290,6	5 301,1	890,2	124,0	1 295,3	791,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7
2013	-25,0	-73,5	48,6	-305,7	-247,8	-268,5	-132,8	-3,9	-120,9	9,7	-72,7	14,9
2014	72,7	16,3	56,4	-105,1	-49,4	-31,3	-58,7	-15,2	12,8	11,7	-90,1	34,4
2014 Q4	44,8	10,4	34,4	2,3	19,7	15,2	2,1	7,2	5,1	5,4	-33,9	16,4
2015 Q1	39,8	16,2	23,6	33,4	44,9	31,1	7,6	19,2	12,8	5,3	-4,2	-7,3
Q2	57,9	-10,7	68,6	0,3	8,0	2,0	-1,2	30,7	-22,6	1,0	-15,1	7,3
Q3	112,1	-10,2	122,3	54,8	-8,7	-3,0	-5,7	23,8	-12,4	-14,4	65,1	-1,6
2015 Mai	11,7	-7,0	18,6	4,8	0,1	1,6	-1,9	7,3	-10,1	4,8	-2,4	7,2
Juni	11,5	-5,5	17,0	-3,2	0,6	-9,1	-1,0	18,1	-11,0	-5,6	-6,7	3,0
Juli	30,2	-4,0	34,1	70,3	14,2	21,0	5,3	4,1	8,9	-4,0	47,7	8,4
Aug.	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7
Sept.	35,0	-6,1	41,1	-30,2	-26,5	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3
Okt. <sup>(p)</sup>	9,7	-8,2	17,9	23,5	35,9	34,9	16,5	15,0	1,7	2,7	-19,9	7,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3
2014 Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3
2015 Q1	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9
Q2	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9
Q3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8
2015 Mai	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-1,1	26,7	-4,9	4,0
Juni	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9
Juli	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-2,0	3,1
Aug.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,4	3,1
Sept.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8
Okt. <sup>(p)</sup>	6,9	0,2	9,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,6	1,7	-0,1	2,3

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 Pensions-einrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>4)</sup>				2	7			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2012	4 543,9	4 604,6	1 128,1	795,6	2 620,2	5 244,0	5 579,9	602,1	3 825,1	816,8
2013	4 353,4	4 407,5	1 066,0	740,7	2 546,7	5 222,8	5 546,6	573,7	3 852,7	796,4
2014	4 278,8	4 334,6	1 081,5	724,8	2 472,5	5 200,4	5 545,1	563,4	3 861,0	776,0
2014 Q4	4 278,8	4 334,6	1 081,5	724,8	2 472,5	5 200,4	5 545,1	563,4	3 861,0	776,0
2015 Q1	4 308,0	4 363,8	1 089,9	738,6	2 479,5	5 234,0	5 570,9	567,8	3 890,9	775,3
Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,6	5 589,8	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,5	582,4	3 925,8	768,5
2015 Mai	4 300,7	4 357,0	1 086,2	742,6	2 471,8	5 242,3	5 578,8	568,5	3 900,5	773,4
Juni	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,6	5 589,8	578,7	3 908,9	771,0
Juli	4 297,5	4 355,6	1 082,2	744,2	2 471,2	5 261,5	5 597,3	579,6	3 911,9	770,1
Aug.	4 290,9	4 349,9	1 083,7	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,9	581,6	3 917,2	770,0
Sept.	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,5	582,4	3 925,8	768,5
Okt. <sup>(p)</sup>	4 290,6	4 351,0	1 062,3	756,3	2 472,1	5 301,1	5 628,8	594,7	3 939,1	767,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2012	-108,0	-74,2	6,1	-51,4	-62,7	25,5	8,0	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,8	-145,0	-44,4	-44,5	-43,9	-3,9	-14,8	-18,1	27,3	-13,1
2014	-58,7	-62,3	-13,7	1,4	-46,4	-15,2	6,2	-3,0	-3,4	-8,9
2014 Q4	2,1	-1,1	-4,9	7,4	-0,4	7,2	3,9	-1,7	10,7	-1,9
2015 Q1	7,6	4,8	-1,1	7,3	1,4	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
Q2	-1,2	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	21,1	9,3	22,5	-1,1
Q3	-5,7	-0,5	-19,2	4,3	9,1	23,8	25,0	5,2	19,1	-0,5
2015 Mai	-1,9	-0,4	-4,0	3,9	-1,8	7,3	4,6	1,4	6,8	-1,0
Juni	-1,0	-2,4	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,3	8,2	10,3	-0,4
Juli	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,5	3,3	-0,6
Aug.	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Sept.	-9,9	-9,4	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
Okt. <sup>(p)</sup>	16,5	19,3	3,2	10,7	2,6	15,0	9,1	3,0	12,9	-0,9
<b>Wachstumsraten</b>										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q4	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
Q2	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Q3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 Mai	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
Juni	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Juli	0,2	0,1	-0,6	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
Aug.	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
Sept.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Okt. <sup>(p)</sup>	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-0,5

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2012	305,7	7 577,2	2 394,1	105,9	2 681,7	2 395,5	1 019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7 310,9	2 371,1	91,5	2 507,2	2 341,0	1 146,5	150,3	183,8	122,1
2014	264,6	7 184,0	2 250,6	92,0	2 384,4	2 457,0	1 385,8	217,9	184,5	139,8
2014 Q4	264,6	7 184,0	2 250,6	92,0	2 384,4	2 457,0	1 385,8	217,9	184,5	139,8
2015 Q1	283,2	7 312,3	2 258,6	90,4	2 396,4	2 566,8	1 505,4	232,1	234,8	159,1
Q2	265,2	7 160,9	2 222,4	86,5	2 330,8	2 521,2	1 458,8	234,7	224,6	143,7
Q3	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
2015 Mai	272,4	7 224,2	2 235,3	87,6	2 347,3	2 554,0	1 464,7	236,0	222,9	140,7
Juni	265,2	7 160,9	2 222,4	86,5	2 330,8	2 521,2	1 458,8	234,7	224,6	143,7
Juli	253,6	7 152,1	2 229,5	85,6	2 316,5	2 520,4	1 395,1	235,1	202,4	137,4
Aug.	274,5	7 118,3	2 225,1	84,2	2 289,8	2 519,2	1 355,3	235,8	207,0	128,4
Sept.	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
Okt. <sup>(p)</sup>	345,3	7 108,6	2 207,8	82,1	2 256,2	2 562,4	1 395,4	309,4	196,4	144,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,8	32,2	43,9
2014	-5,7	-150,9	-121,0	1,8	-141,3	109,6	240,8	9,8	0,7	17,7
2014 Q4	10,3	-77,5	-27,1	1,0	-60,5	9,1	26,4	-0,2	20,9	18,1
2015 Q1	15,5	-41,6	-29,4	-2,6	-55,0	45,3	0,4	32,8	50,2	19,3
Q2	-18,0	-86,9	-35,6	-3,9	-17,0	3,3	-0,3	-55,2	-10,2	-15,4
Q3	22,0	-36,6	7,1	-3,1	-58,6	17,9	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 Mai	5,4	-19,0	-6,2	-1,3	-21,2	9,7	-1,3	-22,4	13,6	8,6
Juni	-7,2	-33,1	-13,4	-1,0	-10,3	-8,3	21,9	-40,2	1,6	3,1
Juli	-11,7	-4,0	10,8	-0,9	-20,3	6,5	-51,8	9,0	-22,2	-6,4
Aug.	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
Sept.	12,8	-18,4	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,3	8,9	6,6	12,4
Okt. <sup>(p)</sup>	57,6	-33,3	-23,3	-1,3	-18,4	9,8	10,1	58,6	-17,2	4,0
<b>Wachstumsraten</b>										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 Q4	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 Q1	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,6	-	-	32,5	36,3
Q2	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
Q3	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
2015 Mai	-2,7	-2,9	-5,3	-3,8	-8,2	4,7	-	-	51,4	51,4
Juni	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
Juli	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
Aug.	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,5	3,6	-	-	20,3	9,8
Sept.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
Okt. <sup>(p)</sup>	29,5	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,1	-	-	7,2	19,5

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.



## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2011	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2014 Q3	-2,6	.	.	.	.	0,1
Q4	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 Q1	-2,5	.	.	.	.	0,1
Q2	-2,4	.	.	.	.	0,1

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge	Arbeitsnehmer- entgelt			Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2014 Q3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
Q4	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
2015 Q1	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
Q2	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														1
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 Q3	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q1	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Wachstum/Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Zusammen	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva				Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
					Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9	
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0	
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7	
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6	
2014 Q3	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8	
Q4	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7	
2015 Q1	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6	
Q2	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5	

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

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

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

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

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

	Schuldendienst über 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	16,2	14,1	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 Q3	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
Q4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 Q1	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
Q2	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
2015 Mai	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
Juni	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
Juli	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
Aug.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
Sept.	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Okt.	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7	
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2014 Q3	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2	
Q4	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8	
2015 Q1	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
Q2	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
Verschuldung										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 Q3	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7	
Q4	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5	
2015 Q1	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8	
Q2	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 Q3	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
Q4	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 Q1	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
Q2	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Verschuldung										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 Q3	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
Q4	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 Q1	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
Q2	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Quelle: Eurostat.

© **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 2. Dezember 2015.

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)  
ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer: QB-BP-15-008-DE-E (ePub-Version)  
EU-Katalognummer: QB-BP-15-008-DE-N (Online-Version)