



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2015



© Europäische Zentralbank, 2015

**Postanschrift**

60640 Frankfurt am Main  
Deutschland

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

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

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 21. Januar 2015.*

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)

ISSN 2363-3409 (Online-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-001-DE-E (ePub-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-001-DE-N (Online-Version)



# INHALT

## AKTUELLE WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

Zusammenfassung	5
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	9
3 Konjunktorentwicklung	11
4 Preise und Kosten	12
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	14

## KÄSTEN

Kasten 1	Das erweiterte Programm des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten	17
Kasten 2	Wirtschaftsaussichten für China: Risiken, Reformen und Herausforderungen	22
Kasten 3	Einführung des Euro in Litauen	25
Kasten 4	Jüngste Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet	28
Kasten 5	Ölpreisrückgang und Konjunkturaussichten im Euro-Währungsgebiet	31
Kasten 6	Trends bei den Gewinnmargen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets	34
Kasten 7	Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes	38

## AUFSATZ

Lebensmittelpreise im Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse der Untersuchung disaggregierter Preisdaten	42
---------------------------------------------------------------------------------------------------	----

## STATISTIK

SI



# AKTUELLE WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## ZUSAMMENFASSUNG



Der jüngste Rückgang der Ölpreise wirkt sich positiv auf die weltwirtschaftliche Erholung aus. Dennoch belebt sich die Wirtschaft weiterhin nur allmählich, und die Entwicklung verläuft in den einzelnen Regionen unterschiedlich. In den Vereinigten Staaten ist nach wie vor ein kräftiges Wachstum zu verzeichnen, während die Dynamik in China nachlässt und die Konjunktur in Japan nicht an Schwung gewinnt. In Russland hat sich die Wirtschaftslage weiter verschlechtert, wobei sich die Ansteckungseffekte für andere Schwellenländer bislang jedoch in Grenzen halten. Der Welthandel weist Anzeichen einer Belebung auf. Infolge der sinkenden Energiepreise sind die Teuerungsraten weltweit rückläufig.

Was die Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet betrifft, so gaben die kurzfristigen Geldmarktsätze in einem Umfeld erhöhter Überschussliquidität weiter nach und befanden sich zeitweilig auf einem neuen historischen Tiefstand. Die Langfristzinsen erreichten ebenfalls ein neues Allzeittief und spiegelten damit die schwache Wachstums- und die gedämpfte Inflationsdynamik sowie die Erwartungen der Märkte im Hinblick auf den Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem wider. Unterdessen zogen die Aktienkurse im Euroraum an. Der Euro wertete sowohl in nominaler effektiver Rechnung als auch gegenüber dem US-Dollar erneut ab.

Insgesamt stehen die aktuellen Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse auf kurze Sicht nach wie vor im Einklang mit einem moderaten Wirtschaftswachstum im Eurogebiet, wobei der jüngste Ölpreyrückgang das Wachstum längerfristig stützen dürfte. Unterdessen lassen sich an den Arbeitsmärkten zwar weitere Anzeichen einer Besserung erkennen, doch bleibt die Arbeitslosigkeit hoch, und die ungenutzten Kapazitäten werden sich den Erwartungen zufolge nur allmählich verringern.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet sank im Dezember deutlich und lag bei  $-0,2\%$ . Auf der Grundlage der neuesten Daten ist davon auszugehen, dass die kurzfristigen Inflationsaussichten schwach bleiben und die jährliche HVPI-Teuerung in den kommenden Monaten weiterhin sehr gering oder negativ ausfallen dürfte. Gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die anhaltende Erholung und die an den Terminmärkten herrschende Annahme eines allmählichen Anstiegs der Ölpreise in der nächsten Zeit dürften die Inflationsraten im späteren Verlauf des Jahres 2015 sowie 2016 nach und nach steigen.

Die monetäre Analyse deutet auf eine weitere Belebung des jährlichen Wachstums der Geldmenge M3 im November hin. Der Rückgang der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verlangsamte sich erneut, während sich das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte auf einem leicht positiven Niveau stabilisierte. Begünstigt wurden diese Entwicklungen durch eine breit angelegte und beträchtliche Verringerung der Kreditzinsen, die seit dem Sommer 2014 zu verzeichnen ist. Wenngleich die Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2015 eine Verbesserung der Kreditvergabebedingungen meldeten, sind die Kreditrichtlinien noch immer recht restriktiv. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB sollten einer weiteren Verbesserung der Kreditströme förderlich sein.

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse hat der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 22. Januar 2015 die Aussichten für die Preisentwicklung sowie die bislang erzielten geldpolitischen Impulse einer eingehenden Überprüfung unterzogen und die folgenden Beschlüsse getroffen:

- Erstens hat er beschlossen, ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten aufzulegen, das die bereits bestehenden Ankaufprogramme für Asset-Backed Securities

und gedeckte Schuldverschreibungen einschließt. Des Weiteren wurde entschieden, am Sekundärmarkt auf Euro lautende Investment-Grade-Wertpapiere von im Euroraum ansässigen Regierungen, Emittenten mit Förderauftrag sowie von europäischen Institutionen zu erwerben (Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1).

- Zweitens wird die Preisgestaltung für die sechs verbleibenden gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) insofern geändert, als der auf den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems aufgeschlagene Spread in Höhe von 10 Basispunkten, der bei den beiden ersten GLRGs angewendet wurde, entfällt.
- Drittens hat der EZB-Rat im Einklang mit seiner Forward Guidance beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen.

## I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

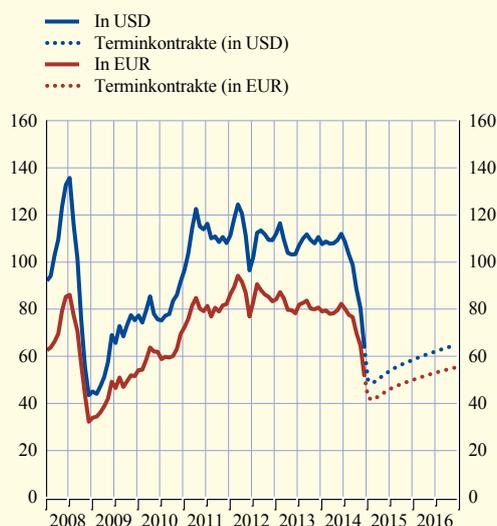
**Der jüngste Rückgang der Ölpreise wirkt sich positiv auf die weltwirtschaftliche Erholung aus.** Aufgrund der guten Versorgungslage am Ölmarkt sanken die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent im Dezember und Januar abermals deutlich (siehe Abbildung 1). Am 21. Januar 2015 lagen sie in US-Dollar gerechnet rund 31 % unter dem Niveau von Anfang Dezember. Am Verlauf der Terminkontraktkurve lässt sich ablesen, dass die Marktteilnehmer für die kommenden Jahre lediglich einen langsamen Anstieg der Ölnotierungen einpreisen. Niedrigere Ölpreise führen zu einer Einkommensumverteilung von den Netto-Ölproduzenten zu den Netto-Ölkonsumenten. Dies stützt die weltweite Nachfrage, da Länder, die Netto-Ölverbraucher sind, tendenziell eine höhere Ausgabenneigung aufweisen.

**Trotz der positiven Impulse durch die Verbilligung des Rohöls erholt sich die Weltwirtschaft weiterhin nur allmählich, und die Umfrageergebnisse deuten auf eine leichte Abschwächung der Wachstumsdynamik im Schlussquartal 2014 hin.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) sank im Dezember geringfügig und lag damit unter seinem langfristigen Durchschnitt und auch unter dem Ergebnis des dritten Quartals (siehe Abbildung 2).

**Der Welthandel weist nach wie vor Anzeichen einer Belebung auf.** Die weltweiten Wareneinfuhren (ohne Euroraum) stiegen noch weiter über ihren langfristigen Durchschnittswert und nahmen im Oktober 2014 im Dreimonatsvergleich volumenmäßig um 3,4 % zu. Allerdings schwächte sich der globale EMI für die Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im Schlussquartal 2014 ab.

Abbildung 1 Brent-Rohölpreise und Preise für Brent-Terminkontrakte

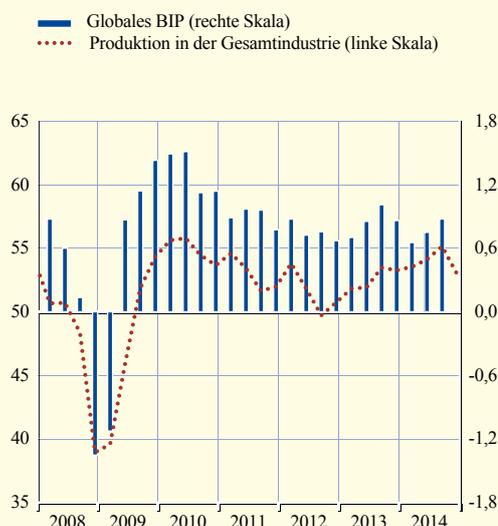
(in USD/Barrel bzw. EUR/Barrel)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben zur Terminkontraktkurve stammen vom 21. Januar 2015.

Abbildung 2 Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie und globales BIP

(linke Skala: Quartalsdurchschnitt des Diffusionsindex; rechte Skala: in %; Quartalswerte)



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

**Die Teuerungsraten sind aufgrund der sinkenden Energiepreise weltweit rückläufig.** So verringerte sich die jährliche Inflationsrate auf der Verbraucherstufe in den OECD-Ländern im November weiter auf 1,5 %. Die Preissteigerungsraten gaben in fast allen wichtigen Volkswirtschaften nach; eine Ausnahme bildete hier Russland, wo die Inflation merklich anzog. Auch die jährliche Teuerungsraten ohne Nahrungsmittel und Energie ging im OECD-Raum im November erneut zurück, und zwar auf 1,7 %. Angesichts der anhaltenden Schwäche der Rohstoffpreise wird damit gerechnet, dass sich der spürbare Abwärtsdruck auf die globale Inflation fortsetzen wird.

**Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten entwickelte sich besser als erwartet, und die Indikatoren lassen auf kurze Sicht ein robustes Wachstum erkennen.** Der dritten Schätzung zufolge stieg das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im dritten Jahresviertel 2014 um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal an; dies ist der kräftigste Zuwachs seit fast zehn Jahren. Die jüngsten Daten fielen ebenfalls robust aus und deuten auf eine nur leichte Wachstumsverlangsamung im letzten Vierteljahr 2014 hin. Im Ergebnis wird erwartet, dass die aus dem Ölpreisverfall resultierenden Einkommenseffekte für die Verbraucher die negativen Auswirkungen der neuerlichen Aufwertung des US-Dollar, die seit Dezember verzeichnet wurde, mehr als kompensieren. Dies dürfte den Aussichten für die US-Wirtschaft insgesamt Auftrieb verleihen. Zugleich ist damit zu rechnen, dass die sinkenden Öl-Notierungen kurzfristig einen Rückgang der Teuerung nach dem Verbraucherpreisindex (VPI) nach sich ziehen, der dadurch noch verstärkt wird, dass der Kursanstieg der US-amerikanischen Währung einen Abwärtsdruck auf die Preise ausübt. Dies zeigte sich bereits in einer Verringerung der am VPI gemessenen jährlichen Preissteigerungsrate auf 0,8 % im Dezember, nachdem sie zuvor seit August bei 1,7 % gelegen hatte.

**Die japanische Regierung gab weitere finanzpolitische Stützungsmaßnahmen bekannt, da die wirtschaftliche Aktivität nach der Mehrwertsteueranhebung im April nicht nachhaltig an Schwung gewann.** Die zweite Datenveröffentlichung bestätigte, dass das reale BIP in Japan im dritten Vierteljahr 2014 um 0,5 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum zurückgegangen ist. Die hochfrequenten Indikatoren weisen auf eine Rückkehr zu positiven, wenn auch moderaten Wachstumsraten im Schlussquartal 2014 hin. Zur Stützung der Wirtschaft kündigte die Regierung Ende vergangenen Jahres ein Konjunkturpaket und die Senkung des effektiven Körperschaftsteuersatzes an. Unterdessen schwächte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im November weiter auf 2,4 % ab, wofür hauptsächlich die gesunkenen Energiepreise verantwortlich waren.

**Im Vereinigten Königreich weisen die Konjunkturindikatoren auf eine Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit hin, während die Teuerungsraten auf ein sehr niedriges Niveau gefallen sind.** Zwar profitiert die Konjunktur von höheren real verfügbaren Einkommen aufgrund der sinkenden Energiepreise, doch lassen die Umfrageindikatoren den Schluss zu, dass es auf kurze Sicht zu einer Wachstumsverlangsamung kommen dürfte. Die jährliche VPI-Teuerungsraten gab im Dezember 2014 weiter nach und lag bei 0,5 %, was der Energiepreisentwicklung geschuldet war. Die jährliche Änderungsrate der Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie blieb indessen weitgehend unverändert bei etwa 1,3 %.

**In China hat die Wachstumsdynamik nachgelassen, und die Inflation verharrt auf einem niedrigen Niveau.** Das vierteljährliche BIP-Wachstum schwächte sich angesichts der Flaute am Wohnimmobilienmarkt und in der Schwerindustrie im Schlussquartal 2014 auf 1,5 % ab. In längerfristiger Betrachtung setzt die chinesische Wirtschaft ihren Wachstumskurs mit allmählich sinkenden Zuwachsraten weiter fort (siehe Kasten 2), wengleich der jüngste Ölpreisrückgang die

Wirtschaft vorübergehend leicht stützen könnte. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise lag im Dezember bei 1,5 % und bewegte sich damit in der Nähe des tiefsten Standes seit zweieinhalb Jahren. Die Inflation dürfte den Erwartungen gemäß noch weiter zurückgehen, was sowohl die geringere Nachfrage als auch die aktuelle Schwäche der Rohstoffpreise widerspiegelt.

**Die Wirtschaftslage in Russland verschlechterte sich zwar beträchtlich, Ansteckungseffekte auf andere Schwellenländer halten sich aber bislang in Grenzen.** Da sich der Verfall der Ölpreise im Dezember beschleunigte, nahmen die Spannungen an den Finanz- und Devisenmärkten in Russland zu, was entschlossene Reaktionen seitens der Politik zur Folge hatte. Nachdem die russische Zentralbank auf ihrer regulären Sitzung am 11. Dezember 2014 ihren Leitzins um 100 Basispunkte angehoben hatte, nahm sie am 15. Dezember eine weitere Zinserhöhung um 650 Basispunkte auf dann 17 % vor. Die Auswirkungen auf andere aufstrebende Volkswirtschaften sind bisher vergleichsweise gering. Allerdings gibt es gewisse Anzeichen einer Eintrübung der Finanzmarktindikatoren in Ländern der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten sowie in mittel- und osteuropäischen Ländern, die engere Handelsbeziehungen mit Russland unterhalten.

## 2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN<sup>1</sup>

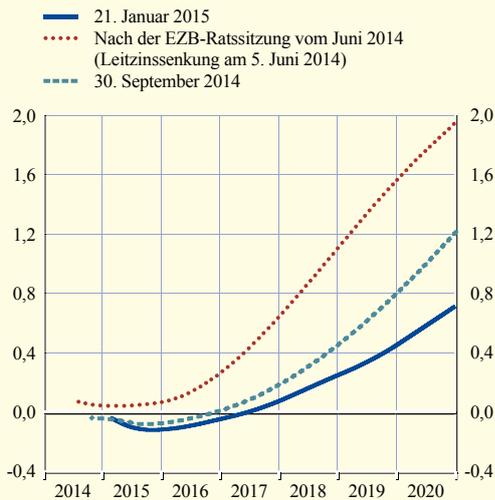
**Die kurzfristigen Geldmarktsätze gaben in einem Umfeld erhöhter Überschussliquidität weiter nach und verzeichneten kurzzeitig einen neuen historischen Tiefstand.** Dies erfolgte nach der Abwicklung des zweiten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG), bei dem im Dezember vergangenen Jahres 129,8 Mrd € bereitgestellt wurden, verglichen mit 82,6 Mrd € beim ersten GLRG im September 2014. Im Rahmen des zweiten GLRG wurde per saldo ein Betrag von 95 Mrd € zugeführt, was zu einem deutlichen Anstieg der Überschussliquidität beitrug. Der EONIA sank angesichts der höheren Überschussliquidität von durchschnittlich rund -2 Basispunkten in der ersten Woche der zwölften Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf im Schnitt etwa -5 Basispunkte in den verbleibenden vier Wochen und verzeichnete am 24. Dezember mit -8,5 Basispunkten einen neuen historischen Tiefstwert. Am 21. Januar 2015 lag er bei -6,8 Basispunkten (siehe Abbildung 3).

**Auch die Langfristzinsen im Euro-Währungsgebiet erreichten vor dem Hintergrund schwacher Konjunktur- und Inflationsaussichten ein neues Allzeittief.** Eine synthetische Messgröße der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euroraum zeigt, dass die Renditen von 0,84 % am 4. Dezember 2014 auf einen neuen historischen Tiefstand von 0,48 % am 16. Januar 2015 fielen (siehe Abbildung 4). Am Ende des Berichtszeitraums beliefen sie sich auf 0,54 %. Der Rückgang der langfristigen Renditen spiegelte den Umstand wider, dass die Märkte angesichts des geringen Wachstums von einer weiteren Abschwächung der Inflationsdynamik ausgingen und zunehmend mit Staatsanleihekäufen durch die EZB rechneten. Die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren verzeichnete eine ähnlich starke Abnahme wie die Renditen entsprechender Anleihen im Eurogebiet (siehe Abbildung 4). Dies lässt den Schluss zu, dass globale Faktoren zur Verringerung der synthetischen Messgröße beigetragen haben dürften. Der Renditeabstand zwischen deutschen Bundesanleihen und Anleihen anderer Euro-Länder blieb relativ stabil, legte aber im Fall Griechenlands aufgrund der politischen Unsicherheit um mehr als 200 Basispunkte zu.

<sup>1</sup> Betrachtungszeitraum 4. Dezember 2014 bis 21. Januar 2015.

**Abbildung 3 EONIA-Erwartungen auf Grundlage der Zinsstrukturkurve von Tagesgeldsatz-Swaps**

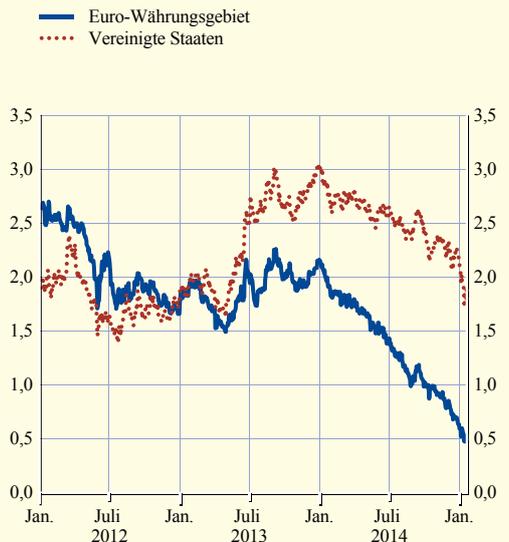
(in % p. a.)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 4 Renditen zehnjähriger Staatsanleihen**

(in % p. a.)



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

**Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet stiegen in der letzten Phase des Betrachtungszeitraums an.** Der marktweite Euro-STOXX-Aktienindex verbuchte im Berichtszeitraum insgesamt ein Plus von 3,1 %. Die Vorherrschaft dämpfender Einflussfaktoren (wie die schwache Wachstumsdynamik und die politische Unsicherheit in Griechenland) ließ in der Woche der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats nach, da die Märkte Staatsanleihekäufe durch die EZB erwarteten. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten im Eurogebiet stieg an und lag am Ende des Beobachtungszeitraums auf einem Niveau am oberen Ende der in den letzten zwei Jahren verzeichneten Spanne. Der Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten zeigte sich schwächer – der Standard & Poor's 500 gab um 1,9 % nach –, und die implizite Volatilität erhöhte sich geringfügig.

**Der Euro wertete angesichts von Erwartungen, dass der geldpolitische Kurs im Euro-Währungsgebiet und in den Ländern außerhalb des Euroraums weiter divergieren könnte, erneut ab.** Insgesamt verlor der Euro in der Berichtsperiode handelsgewichtet 3,4 % an Wert. Im Eurogebiet stellten die gedämpften Inflationsaussichten und der Rückgang der Benchmark-Anleiherenditen, der unter anderem die weltweit gestiegene Risikoaversion widerspiegelte, eine Belastung für den Wechselkurs dar. Der Euro gab gegenüber dem US-Dollar um 5,8 % nach, wozu die Unsicherheit der Marktteilnehmer in einem Umfeld sinkender Ölpreise und erhöhter geopolitischer Spannungen beitrugen. Auch im Vergleich zum Pfund Sterling, das ein Sechsjahreshoch gegenüber der Gemeinschaftswährung verzeichnete, schwächte sich der Euro weiter ab, wenngleich in gemäßigerem Tempo. Eine höhere Volatilität und eine nachlassende Risikofreudigkeit stützten den japanischen Yen, sodass der Euro im Vergleich zur japanischen Währung um nahezu 8 % nachgab. Nach der Ankündigung der Schweizerischen Nationalbank vom 15. Januar 2015, die Untergrenze von 1,20 Schweizer Franken je Euro aufzuheben, wertete die Gemeinschaftswährung gegenüber

dem Schweizer Franken stark ab und wurde anschließend um die Parität herum gehandelt. Die dänische Krone wurde weiterhin in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses gehandelt, obwohl die Danmarks Nationalbank die Leitzinsen im Berichtszeitraum zweimal herabsetzte. Hingegen milderte eine Abschwächung der Währungen mittel- und osteuropäischer Länder die Abwertung des Euro in effektiver Rechnung ab. Am 1. Januar 2015 führte Litauen den Euro ein und wurde damit das 19. Mitglied des Euro-Währungsgebiets (siehe Kasten 3).

### 3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

**Nach einem Anstieg der Produktion in den vorangegangenen sechs Quartalen stehen die jüngsten Daten auch im Schlussquartal 2014 mit einem moderaten Wirtschaftswachstum im Einklang.** Im Oktober und November lag die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Schnitt 0,3 % über ihrem Stand vom dritten Quartal, als sie sich um 0,4 % verringerte. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich die Bauproduktion um 0,5 % gegenüber ihrem Wert vom dritten Vierteljahr, in dem ein Rückgang verzeichnet wurde. Die jüngste Entwicklung im Einzelhandel und bei den Pkw-Neuzulassungen spricht für einen weiteren Anstieg der privaten Konsumausgaben im vierten Quartal, während die Investitionsgüterproduktion auf eine moderate Ausweitung der Investitionen im Euroraum hinweist.

**Die Aussicht auf eine allmähliche Erholung wird auch durch aktuellere Umfrageergebnisse bestätigt.** Der Einkaufsmanagerindex für die Produktion im Euro-Währungsgebiet (EMI-Gesamtindex) verringerte sich vom dritten zum vierten Quartal, was in erster Linie Ausdruck einer schlechteren Stimmung im Dienstleistungssektor war. Der Durchschnittswert für das Schlussquartal bleibt jedoch mit einem leicht positiven Wachstum vereinbar, was auf eine Fortsetzung der allmählichen Erholung hindeutet (siehe Abbildung 5). Auch der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung sank in diesem Zeitraum geringfügig. Sein Durchschnittswert für das letzte Vierteljahr 2014 steht allerdings – wie beim EMI – immer noch mit einer Ausweitung der Produktion im Einklang.

**Die nach wie vor schwache Arbeitsmarktlage hellte sich erneut leicht auf.** Die Beschäftigung erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2014 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im zweiten Vierteljahr um 0,3 % gestiegen war (siehe Abbildung 6). Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet, die seit Mitte 2013 gesunken war, blieb von August bis November 2014 stabil und lag bei 11,5 % (siehe auch Kasten 4). Umfrageergebnisse weisen auf eine moderate Verbesserung der Arbeitsmarktlage im Schlussquartal hin.

**Über die kurze Frist hinaus betrachtet sollte der jüngste Rückgang der Ölpreise das Wachstum und insbesondere die Binnennachfrage über ein höheres real verfügbares Einkommen der privaten Haushalte und eine bessere Gewinnentwicklung der Unternehmen stützen** (siehe Kasten 5). Die Binnennachfrage dürfte auch durch die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats, die anhaltenden Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen sowie die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und bei den Strukturreformen begünstigt werden. Außerdem sollte die Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets von der globalen Erholung profitieren. Die Erholung im Euroraum dürfte allerdings weiterhin durch die hohe Arbeitslosigkeit, beträchtliche ungenutzte Kapazitäten und die notwendigen Bilanzanpassungen im öffentlichen wie auch im privaten Sektor gedämpft werden. Die Ergebnisse des aktuellen Survey of Professional Forecasters zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP für 2015 gegenüber der

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Indizes)

- Reales BIP (rechte Skala)
- ... Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (linke Skala)
- - - Einkaufsmanagerindex (Gesamtindex) (linke Skala)

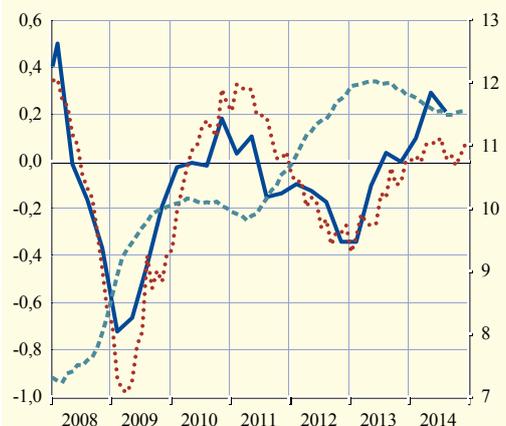


Quellen: Markit, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission, Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung normiert auf Mittelwert und Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex im Zeitraum seit Januar 2000. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014 (BIP) bzw. Dezember 2014 (Indikator des wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex).

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index; in % der Erwerbs-personen)

- Beschäftigung (linke Skala)
- ... Einkaufsmanagerindex für die Beschäftigungserwartungen (linke Skala)
- - - Arbeitslosenquote (rechte Skala)



Quellen: Eurostat und Markit.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014 (Beschäftigung), November 2014 (Arbeitslosigkeit) bzw. Dezember 2014 (Einkaufsmanagerindex).

vorangegangenen Umfrage um 0,1 Prozentpunkte auf 1,1 % nach unten revidiert wurden, während sie für 2016 unverändert bei 1,5 % lagen. Zugleich blieben auch die Erwartungen hinsichtlich der Arbeitslosigkeit unverändert.

## 4 PREISE UND KOSTEN

**Der jüngste Ölpreirückgang hat zu einem deutlichen Abwärtsdruck auf die Teuerung nach dem HVPI geführt** (siehe Kasten 5). Die Jahresänderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex HVPI für das Euro-Währungsgebiet lag im Dezember 2014 bei -0,2 % und wies damit erstmals seit Oktober 2009 ein negatives Vorzeichen auf, nachdem sie im November vergangenen Jahres noch 0,3 % betragen hatte (siehe Abbildung 7). Im Gegensatz zur Gesamtinflation entwickelte sich der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie weiterhin im Großen und Ganzen stabil und hielt sich von Oktober bis Dezember bei 0,7 %.

**Aus der Preisentwicklung in den vorgelagerten Stufen der Produktionskette lassen sich weiterhin gedämpfte Inflationsaussichten ableiten.** Die Vorjahrsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe und Energie) stabilisierte sich von Oktober bis November und betrug im Dezember -0,2 %. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel war im November leicht rückläufig. Lediglich die Jahressteigerungsraten der Importpreise für Vorleistungsgüter wiesen erstmals seit November 2012 wieder ein positives Vorzeichen auf, wofür zum Teil der jüngste Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses

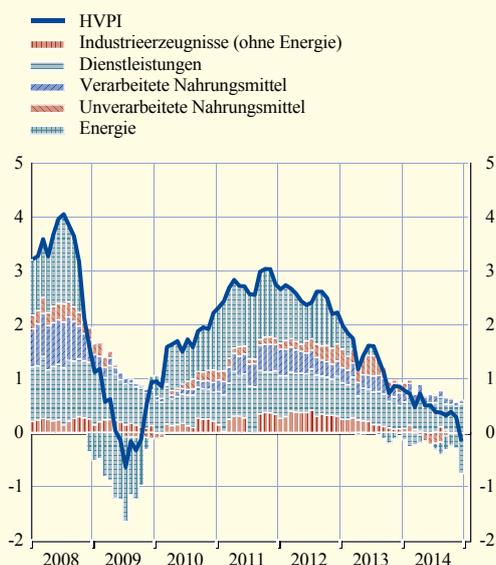
verantwortlich sein dürfte. Bei den im HVPI erfassten Nahrungsmitteln blieb der Preisdruck auf jeder Stufe der Preiskette schwach. Im November bewegte sich die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel leicht nach unten, und auch die Ab-Hof-Preise im Euroraum entwickelten sich relativ verhalten.

**Die Arbeitskosten steigen weiterhin nur moderat.** Die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer für den Euroraum ging leicht zurück; entsprechend lag die Vorjahrsrate im dritten Quartal 2014 bei 1,3 % nach 1,4 % im vorangegangenen Jahresviertel (siehe Abbildung 8). Sektorale Angaben deuten darauf hin, dass das verlangsamte Jahreswachstum beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer vornehmlich auf die geringeren Beiträge der Industrie und des Baugewerbes zurückzuführen war. Die jährliche Änderungsrate der Lohnstückkosten für das Eurogebiet erhöhte sich mit 1,1 % im dritten Quartal 2014 geringfügig, da der Rückgang beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer durch den verringerten Produktivitätszuwachs mehr als ausgeglichen wurde.

**Auch die Gewinnmargen entwickeln sich nach wie vor schwach.** Das Gewinnwachstum (gemessen als Bruttobetriebsüberschuss) war mit 1,0 % im dritten Quartal 2014 unverändert, was der moderaten wirtschaftlichen Erholung entsprach. Maßgeblich für diese schwache Entwicklung waren gedämpfte Wachstumsbeiträge des realen BIP und der Gewinne je Produktionseinheit (einer Messgröße der Gewinnmargen). Sektoral gesehen findet sich die gedämpfte Entwicklung der Gewinne in der Industrie wie auch im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen. In Kasten 6 wird die aktuelle Gewinnentwicklung detaillierter beleuchtet.

**Abbildung 7 Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euro-Währungssystem**

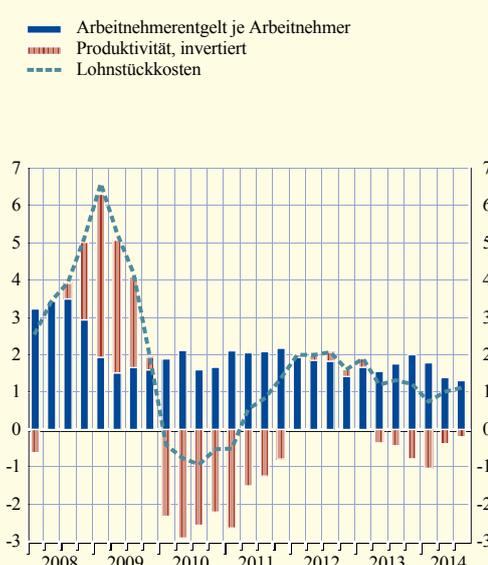
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014.

**Abbildung 8 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Produktivität und Lohnstückkosten im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

**Finanzmarktindikatoren der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen zeigen eine Abschwächung an, während umfragebasierte Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin stabiler sind.** Nach dem Ölpreisverfall waren die langfristigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze und die aus Anleihen abgeleitete fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren im Dezember 2014 und Anfang Januar 2015 stark rückläufig. Diese Messgrößen betragen derzeit rund 1,5 % bis 1,6 %, was möglicherweise bis zu einem gewissen Grad negative Inflationsrisikoprämien widerspiegelt. Im Gegensatz dazu gibt es bei den umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen kaum Änderungen. Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2015 lagen die durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2019 bei rund 1,8 % (zur SPF-Umfrage siehe [www.ecb.europa.eu/stats/prius/indie/forecast/shared/files/reports/spfreport201501.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/prius/indie/forecast/shared/files/reports/spfreport201501.en.pdf)). Kürzerfristige umfrage- und marktbasierende Inflationserwartungen, die anhand der inflationsindexierten Swapsätze gemessen werden, sind weiterhin rückläufig und deuten für die kommenden beiden Jahre auf eine sehr gemäßigte Inflationsentwicklung hin.

**Auf der Grundlage der neuesten Daten und der derzeitigen Terminpreise für Öl ist davon auszugehen, dass die jährlichen HVPI-Inflationsraten auch in den kommenden Monaten sehr niedrig oder negativ sein werden.** Gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die erwartete Erholung der Nachfrage und die Annahme einer allmählichen Zunahme der Ölpreise in der nächsten Zeit dürften die Inflationsraten im späteren Verlauf des Jahres 2015 sowie 2016 nach und nach steigen. Den jüngsten SPF-Ergebnissen zufolge liegen die durchschnittlichen Inflationserwartungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 bei 0,3 %, 1,1 % bzw. 1,5 %. Die Abwärtskorrektur um 0,7 Prozentpunkte für 2015 sowie um 0,3 Prozentpunkte für 2016 ist vor allem auf die niedrigen Ölpreise zurückzuführen.

## 5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

**Das Geldmengenwachstum erholt sich weiter.** Die Jahreswachstumsrate von M3 stieg im November auf 3,1 %, nachdem sie im Oktober bei 2,5 % und im April noch auf einem Tiefstand von 0,8 % gelegen hatte (siehe Abbildung 9). Im vergangenen Dreimonatszeitraum betrug die annualisierte Zuwachsrate damit 5 %. Die Erholung des M3-Wachstums war länder- und sektorübergreifend zu beobachten und spiegelte hohe Zuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen im Bestand der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wider.

**In einem extremen Niedrigzinsumfeld sind die Anleger nach wie vor auf der Suche nach Rendite.** Angesichts der geringen Verzinsung monetärer Anlagen bevorzugt der geldhaltende Sektor täglich fällige Einlagen gegenüber den in M3 enthaltenen sonstigen Einlagen und marktfähigen Finanzinstrumenten, wenngleich es Anzeichen dafür gibt, dass der Rückgang der marktfähigen Finanzinstrumente allmählich zum Stillstand kommt. Während einige Anleger ihre Mittel von weniger liquiden M3-Einlagen in risikoreichere Aktiva außerhalb von M3 umgeschichtet haben, zogen andere Investoren ihre Gelder aus den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten ab und stützten damit das Wachstum der Geldmenge M3. Die Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors ging im November weiter zurück. Überdies zeigten internationale Anleger erneut reges Interesse an Wertpapieren des Euroraums. Im Zwölfmonatszeitraum bis Ende November 2014 erhöhten sich die Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets um 315 Mrd €. In dieser Zahl kommen im Wesentlichen der Nettoerwerb

von Wertpapieren des Euroraums durch Gebietsfremde sowie Leistungsbilanzüberschüsse zum Ausdruck.

**Die Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor setzt sich allmählich fort.**

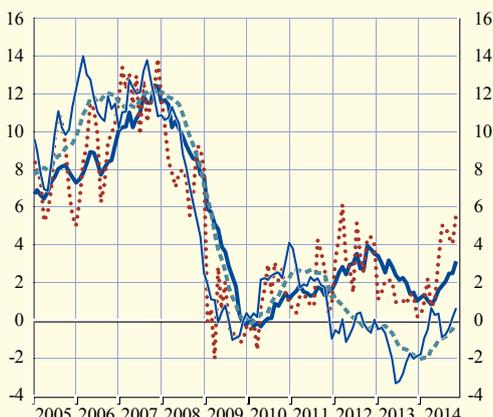
Die Jahresänderungsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor betrug im November -0,2 % gegenüber -0,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 9). Die allmählich wieder anziehende Kreditentwicklung zeigte sich bei den Ausleihungen sowohl an private Haushalte als auch an Unternehmen. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften belief sich im Berichtsmontat auf -1,3 % nach -1,6 % im Oktober und einem Tiefstand von -3,2 % im Februar. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im November marginal auf 0,7 % und blieb somit leicht über ihrem seit Anfang 2013 verzeichneten Durchschnitt. Trotz dieser positiven Trends dämpfen die Konsolidierung der Bankbilanzen sowie die in einigen Sektoren und einer Reihe nationaler Bankensysteme bestehende Notwendigkeit zum weiteren Abbau der Verschuldung immer noch das Kreditwachstum.

**Die Kreditzinsen der Banken sind seit Sommer 2014 deutlich zurückgegangen.** Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum sanken im vierten Quartal 2014, nachdem sie sich zuvor im Herbst gefestigt hatten. Die Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung verringerten sich im Januar 2015 weiter, während sich die Eigenkapitalkosten stabilisierten. Verantwortlich für die Rückgänge waren der akkommodierenden geldpolitische Kurs der EZB, die gesunkenen zusammengesetzten

Abbildung 9 Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate)

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

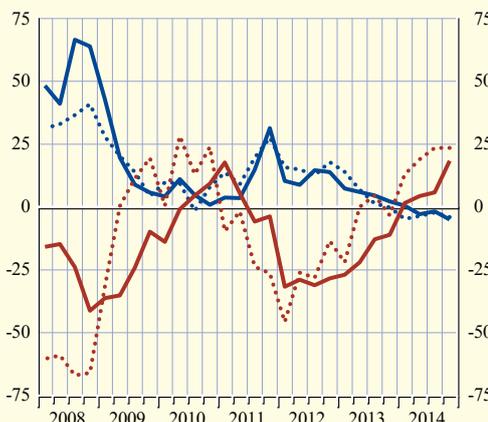


Quelle: EZB.

Abbildung 10 Kreditrichtlinien für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukredite an private Haushalte sowie entsprechende Nettonachfrage

(prozentualer Saldo)

- Kreditrichtlinien - nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- ..... Kreditrichtlinien - Wohnungsbaukredite an private Haushalte
- Nachfrage - nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- ..... Nachfrage - Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

Finanzierungskosten der Banken, die sich in der Nähe ihrer historischen Tiefstände eingependelt haben, sowie ein verschärfter Kreditwettbewerb im Bankgewerbe. Die Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gaben im November abermals nach, insbesondere bei den langfristigen Ausleihungen (so sank der Indikator der Kreditfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen im Eurogebiet im November auf 2,5 % nach 2,8 % im Juni). Auch die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gingen im Berichtsmonat zurück; der entsprechende Indikator der Kreditfinanzierungskosten verringerte sich auf 2,6 %. Unterdessen blieben die Kosten der einlagenbasierten Refinanzierung der Banken im Euroraum weitgehend stabil, während die Renditen von Bankanleihen leicht nachgaben. Die Emission solcher Papiere durch die MFIs war weiterhin negativ, denn die anhaltende Kontraktion der Bankbilanzen sowie die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken verringert deren Notwendigkeit, sich über die Begebung von Schuldverschreibungen zu refinanzieren.

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2015 deutet auf Verbesserungen der Kreditvergabebedingungen hin, die Kreditrichtlinien bleiben jedoch aus historischer Sicht restriktiv** (siehe Umfrage unter [www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey\\_201501.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201501.pdf)). Die Banken lockerten ihre Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wie auch an private Haushalte im vierten Quartal 2014 per saldo weiter (siehe Abbildung 10). Diese positiven Entwicklungen waren durch verbesserte Refinanzierungskosten, eine günstigere Bilanzlage und einen höheren Wettbewerbsdruck bedingt. Außerdem wird damit gerechnet, dass der Einfluss der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auf das Kreditangebot weitgehend in einer Verengung der Margen zum Ausdruck kommt. Die Umfrage lässt auf eine Belebung der Nachfrage nach Buchkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und nach Konsumentenkrediten sowie auf eine anhaltende Zunahme der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten schließen (siehe Abbildung 10). Die Kreditnachfrage der Unternehmen war im Wesentlichen auf den Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen zurückzuführen.

**Allerdings bleibt das Gesamtwachstum der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum in jährlicher Betrachtung recht verhalten.** Den aktuellsten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet zufolge schwächte sich die Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Währungsgebiet im dritten Jahresviertel 2014 zwar ab, doch sie war noch immer stark genug, um zusammen mit der robusten Aktienemission die rückläufigen Nettotilgungen von Bankdarlehen mehr als auszugleichen. Daten zu den Wertpapieremissionen von Oktober und November legen den Schluss nahe, dass die Ströme positiv bleiben und eine allmähliche Zunahme der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum stützen.



# KÄSTEN

## Kasten I

### DAS ERWEITERTE PROGRAMM DES EZB-RATS ZUM ANKAUF VON VERMÖGENSWERTEN

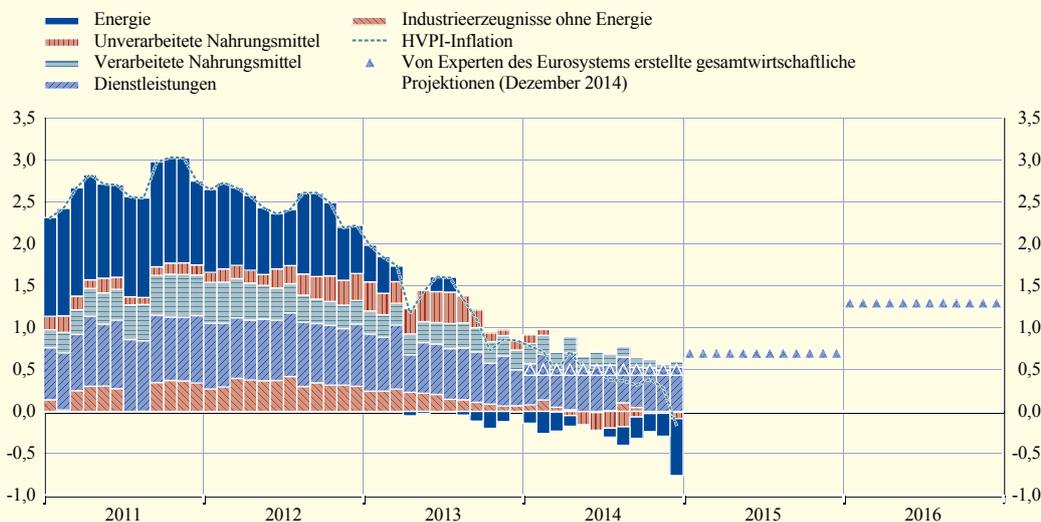
Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung vom 22. Januar 2015, ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten aufzulegen, das die bereits bestehenden Ankaufprogramme für Asset-Backed Securities und gedeckte Schuldverschreibungen einschließt und darüber hinaus den Ankauf auf Euro lautender Investment-Grade-Wertpapiere von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag sowie europäischen Institutionen am Sekundärmarkt vorsieht. Im Rahmen dieses erweiterten Programms werden monatlich Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von insgesamt 60 Mrd € erworben. Die Ankäufe sollen bis Ende September 2016 andauern, werden jedoch in jedem Falle so lange fortgeführt, 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. In diesem Kasten werden die Gründe für den Beschluss des EZB-Rats zur Erweiterung seines bisherigen Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erläutert und die wichtigsten Transmissionskanäle und Eckpunkte des Ankaufprogramms beschrieben.

### Gründe für die Erweiterung des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten

Mit Blick auf die Aussichten für die Preisentwicklung deuten die von Experten des Eurosystems im Dezember 2014 erstellten Projektionen für den Zeitraum bis 2016 auf einen relativ niedrigen Inflationspfad vor dem Hintergrund einer allmählichen konjunkturellen Erholung hin. In letzter Zeit wurden die kurzfristigen Inflationsaussichten zusätzlich durch die fallenden Ölpreise gedämpft. In diesem Umfeld hat sich die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Teuerung über einen längeren Zeitraum zu niedrig bleiben könnte; dies birgt Risiken für die mittelfristige Preisstabilität. Zwar bleibt der starke Ölpreissrückgang der letzten Monate

Abbildung A Jährliche HVPI-Inflation und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beitrag in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen.

der dominierende Bestimmungsfaktor für die aktuelle Inflationsentwicklung, doch ist auch die HVPI-Teuerung ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise seit 2013 rückläufig und im Jahr 2014 relativ niedrig geblieben (siehe Abbildung A). Darüber hinaus schlägt sich die schwächere Preissteigerungsdynamik seit Sommer 2014 über verschiedene Laufzeiten hinweg in marktbasierter Messgrößen der Inflationserwartungen nieder, und zwar auch über Zeithorizonte, bei denen sich die Erwartungen gegenüber der tatsächlich beobachteten Inflation unter normalen Umständen eigentlich robust zeigen sollten. Im Januar 2015 deuteten die marktbasierter Inflationserwartungen darauf hin, dass eine Rückkehr zu normaleren Niveaus nur über sehr lange Zeiträume erfolgen würde. Insgesamt hatte sich das Risiko verschärft, dass die Serie negativer Überraschungen bezüglich der Gesamtinflation auf die zukünftige Preisbildung durchschlagen könnte.

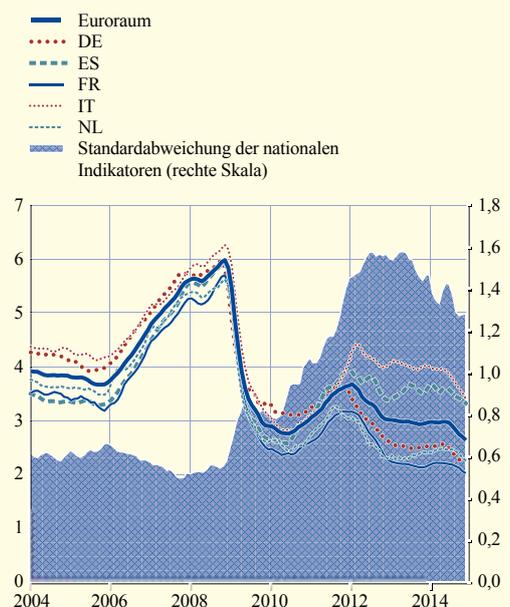
Zur Beurteilung der monetären Impulse, die durch die von Juni bis September 2014 beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen erzielt wurden, betrachtete der EZB-Rat zwei Faktoren – das Transmissionspotenzial pro Einheit an zugeführter Euro-Liquidität und das voraussichtlich generierte Liquiditätsvolumen.

**Die Transmission einer gegebenen Menge an bereitgestellter Liquidität auf die Kreditkosten des privaten Sektors war in Bezug auf ihre Stärke zufriedenstellend.** Abzulesen ist dies zum Beispiel am rückläufigen Trend bei den Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, der im dritten Quartal 2014 einsetzte, als das erste gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft (GLRG) durchgeführt und die Ankaufprogramme für Asset-Backed Securities (ABSPP) und gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP3) bekannt gegeben wurden (siehe Abbildung B). In den letzten Monaten haben sich bei Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften überdies die durchschnittlichen Nettotilgungen gegenüber den vor Jahresfrist verzeichneten historischen Höchstständen verringert, und die Nettokreditvergabe kehrte sich im November 2014 leicht ins Positive. Darüber hinaus wurden der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) vom Januar 2015 zufolge die Kreditrichtlinien im vierten Quartal 2014 bei sämtlichen Kreditkategorien per saldo weiter gelockert.

**Allerdings wurde durch diese geldpolitischen Maßnahmen nicht genügend Liquidität generiert.** In dieser Hinsicht blieben die jüngsten Maßnahmen hinter den bei ihrer Ausgestaltung gehegten Erwartungen zurück, dass es durch eine entsprechende Ausweitung der Bilanz des Eurosystems zu einer rascheren Rückkehr der Teuerungsraten auf ein mit der Preisstabilitätsdefinition im Einklang stehendes Niveau leicht unter 2 % kommen würde. Dies

**Abbildung B Zusammengesetzter Indikator der nominalen Kosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften für die Refinanzierung über Bankkredite**

(in % p.a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der zusammengesetzte Indikator der nominalen Bankkreditkosten errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Berechnung der Standardabweichung erfolgt auf Grundlage einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2014 (vorläufige Daten).

hemmte das Durchwirken der Maßnahmen auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft und schwächte damit signifikant den erhofften Auftrieb, den die Maßnahmen vom Sommer 2014 der Inflation auf mittlere Sicht verleihen sollten.

**Eine kraftvolle geldpolitische Reaktion war daher geboten.** Angesichts der gedämpften mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität sowie der Tatsache, dass sich die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen in quantitativer Hinsicht als unzulänglich erwiesen haben, hat der EZB-Rat das bestehende Ausmaß an geldpolitischer Akkommodierung nicht als ausreichend erachtet, um den erhöhten Risiken einer zu langen Niedriginflationsphase angemessen entgegenzuwirken und die Erfüllung des Preisstabilitätsziels sicherzustellen.

#### **Transmission und Eckpunkte des erweiterten Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten**

**Da sich die Leitzinsen bereits an ihrer Untergrenze befinden, hielt der EZB-Rat den direkten Ankauf von Wertpapieren mit hohem Einflusspotenzial auf die Finanzierungsbedingungen der privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum vor dem Hintergrund des Preisstabilitätsmandats der EZB für geboten.** Da das Instrument der Leitzinssenkung an der Untergrenze ausgeschöpft ist, kann eine weitere geldpolitische Lockerung effektiv nur durch zusätzliche quantitative Maßnahmen zur Ausweitung des Volumens und zur Änderung der Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems erzielt werden. Diese Bilanzmaßnahmen in Form direkter Wertpapierankäufe erlauben eine volle Kontrolle über das Ausmaß der monetären Impulse. Die zusätzlichen Outright-Käufe sollten sich auf Vermögenswerte beziehen, bei denen mit einer hohen Transmission auf die Realwirtschaft zu rechnen ist und die zudem in ausreichendem Umfang verfügbar sind. In dieser Hinsicht erweist sich der Ankauf von Investment-Grade-Staatsanleihen des Euroraums aus mindestens zwei Gründen als ein wirksames Instrument. Erstens ist die Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen die fundamentale Referenzgröße für die Bepreisung einer großen Vielzahl an privatwirtschaftlichen Kredit- und Außenfinanzierungsinstrumenten (z. B. Bankkrediten, Unternehmenskrediten und Anteilsrechten). Indem die Käufe so auf die staatlichen Emittenten aufgeteilt werden, dass sie indirekt das wirtschaftliche Gewicht der einzelnen Mitgliedstaaten an der Volkswirtschaft des Eurogebiets widerspiegeln, erhöht sich der Spielraum für Interventionen und somit der monetäre Effekt. Zweitens ist der Markt für diese Papiere ausreichend tief und liquide, um die potenziellen Verzerrungseffekte der Zentralbankintervention auf die Marktpreisbildung zu minimieren.

**Das Programm wird über dieselben Kanäle wirken, die auch in anderen Wirtschaftsräumen im Kontext quantitativer Maßnahmen zum Tragen kamen, wobei die relative Bedeutung der einzelnen Kanäle unterschiedlich sein kann.** Die Interventionen der EZB unterstreichen die Entschlossenheit des EZB-Rats, alle im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente zu nutzen, um den Risiken einer zu lange anhaltenden Phase niedriger Inflation entgegenzuwirken. Die Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, das auf eine deutliche Ausweitung und veränderte Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems abzielt, wird das Vertrauen stärken und die Inflationserwartungen stützen. Dies wird sich direkt in den Realzinsen niederschlagen und somit einer unangemessenen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen entgegenwirken. Darüber hinaus werden durch die Interventionen der EZB die Staatsanleiherenditen sinken. Hierdurch wird eine konventionellere Kette von Transmissionskanälen in Gang gesetzt, welche die wirtschaftliche Erholung stützen und dazu beitragen werden, die Inflation wieder in die Nähe der 2 %-Marke zu bringen. Diese Kanäle wirken zum einen über Preiseffekte – wie bereits

erwähnt ist die Preisbildung zahlreicher Vermögenswerte und Kreditkontrakte in der Wirtschaft an die Staatsanleiherenditen gekoppelt. Zum anderen kommen Quantitätseffekte zum Tragen, weil die zusätzliche Liquidität, die durch die Ankäufe generiert wird, von privaten Anlegern zur Umschichtung ihrer Portfolios hin zu zahlreichen anderen Vermögenswerten verwendet wird, die nicht von den Zentralbankinterventionen betroffen sind, wodurch eine breitflächige Lockerung der Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors erzielt wird.

**Der EZB-Rat hat die Eckpunkte des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten beschlossen.** Insgesamt sind monatliche Ankäufe im Umfang von 60 Mrd € vorgesehen, die bis September 2016 erfolgen sollen und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang mit seinem Ziel steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Die monatlichen Ankäufe setzen sich zusammen aus dem Erwerb von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen im Rahmen der bestehenden ABSPP- und CBPP3-Programme sowie dem zusätzlichen Ankauf von Wertpapieren von Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und EU-Institutionen aus dem Euroraum. In Bezug auf die zusätzlichen Ankäufe behält der EZB-Rat die Kontrolle über sämtliche Gestaltungsmerkmale des Programms, einschließlich der Allokation und der Zulässigkeit der Wertpapiere sowie des Ankaufstempos und -volumens, wodurch die Einheitlichkeit der Geldpolitik des Eurosystems gewahrt bleibt. Während die EZB die Koordination der Ankäufe übernimmt, wird das Eurosystem zur Mobilisierung seiner Ressourcen bei der Umsetzung einen dezentralen Durchführungsansatz verfolgen.

**Im Hinblick auf hypothetische Verluste hat der EZB-Rat beschlossen, dass 20 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten dem Prinzip der Verlustteilung unterliegen werden.** Der EZB-Rat hat entschieden, dass Verluste aus dem Ankauf von Wertpapieren europäischer Institutionen gemeinsam zu tragen wären. Diese Wertpapiere machen 12 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten aus und werden von den NZBen erworben. Die übrigen zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten durch die NZBen unterliegen nicht der Verlustteilung. Die EZB hält 8 % der zusätzlich angekauften Vermögenswerte. Somit gilt für 20 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten das Prinzip der Risikoteilung. Diese Modalitäten tragen der Auswahl des zur Gewährleistung von Preisstabilität am besten geeigneten Instruments Rechnung und berücksichtigen zugleich die einzigartige institutionelle Struktur des Euroraums, in dem eine gemeinsame Währung und einheitliche Geldpolitik mit 19 eigenständigen nationalen Finanzpolitiken einhergehen. Die gewählte Regelung stellt die Wirksamkeit der Staatsanleihekäufe sicher, indem sie Moral-Hazard-Bedenken minimiert, sodass der Anreiz zur Verfolgung einer umsichtigen Finanzpolitik und Durchführung notwendiger Strukturreformen bestehen bleibt.

**In Bezug auf die Zulässigkeit von Vermögenswerten gab der EZB-Rat die folgenden Kriterien bekannt.** Der EZB-Rat hat beschlossen, Wertpapiere anzukaufen, welche die Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems erfüllen. Wertpapiere, die diesen Kriterien nicht entsprechen, sind zulässig, solange der Bonitätsschwellenwert des Eurosystems nicht als Kriterium für ihre Zulassung als Sicherheiten verwendet wird. Bei Euro-Mitgliedstaaten, die ein Finanzhilfeprogramm in Anspruch nehmen, wird die Zulässigkeit während einer Überprüfung des Landes ausgesetzt und nur bei einem positiven Ergebnis wiederhergestellt.

**Die starke Ausweitung der Bilanz des Eurosystems wird eine weitere monetäre Lockerung bewirken, und das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten wird entscheidend zur festen Verankerung der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen**

**beitragen.** Außerdem bekräftigen die Beschlüsse des EZB-Rats dessen Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB und unterstreichen die Tatsache, dass zwischen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften beträchtliche und zunehmende Unterschiede in Bezug auf den geldpolitischen Zyklus bestehen. Zusammengenommen dürften diese Faktoren die Nachfrage stärken, die Kapazitätsauslastung erhöhen sowie das Geldmengen- und Kreditwachstum unterstützen und somit dazu beitragen, dass sich die Inflationsraten auf mittlere Sicht wieder nachhaltig einem Niveau von unter, aber nahe 2 % annähern.

## Kasten 2

### WIRTSCHAFTSAUSSICHTEN FÜR CHINA: RISIKEN, REFORMEN UND HERAUSFORDERUNGEN

**Das Wirtschaftswachstum in China hat sich 2014 weiter abgeschwächt. Damit setzt sich die graduelle Verlangsamung, die nach Implementierung des Konjunkturpakets im Gefolge der Finanzkrise eingesetzt hatte, fort.** Dazu haben konjunkturelle Faktoren wie die schwächere Dynamik der weltweiten Nachfrage, aber auch die geldpolitische Straffung zur Eindämmung des Kreditwachstums beigetragen. Doch ein erheblicher Teil der Abschwächung hat strukturelle Ursachen, denn die bisherigen Antriebsfaktoren des regen Wachstums in China – eine günstige demografische Situation, die Ausfuhr von Fertigungsgütern sowie der Beitritt des Landes zur Welthandelsorganisation – verlieren an Schubkraft.

**Obwohl sich die Wirtschaftsaktivität abgeschwächt hat, nehmen die binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte – vor allem die Abhängigkeit des Wachstums von kreditfinanzierten Investitionen – weiter zu.** Im Jahr 2013 erreichten die Investitionen einen Anteil von 46 % am chinesischen BIP (siehe Abbildung A). Der jüngsten Entwicklung (d. h. bis zum dritten Quartal 2014) zufolge dürfte dieser Anteil 2014 trotz der aufgrund des schwachen Wohnungsmarkts gesunkenen Immobilieninvestitionen nur sehr geringfügig abgenommen haben. Unterdessen hat sich die Fremdkapitalaufnahme weiter beschleunigt: Die Kreditquote des Privatsektors ist gemessen am BIP seit Ende 2007 um mehr als 80 Prozentpunkte angestiegen und das Kreditwachstum liegt nach wie vor deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum, wenngleich es seit Anfang 2013 etwas an Tempo verloren hat (siehe Abbildung B).

**Ungleichgewichte haben eine Reihe wirtschaftspolitischer Herausforderungen entstehen lassen.** Die Unternehmensverschuldung und der Schuldenstand der Gebietskörperschaften unterhalb der Zentralregierung haben sich signifikant vergrößert, wozu auch die rasche Zunahme

Abbildung A Investitionen

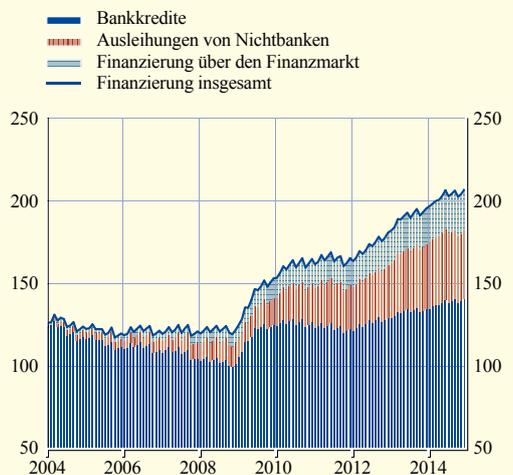
(in % des BIP)



Quelle: Haver Analytics.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2013.

Abbildung B Aufschlüsselung der Gesamtfinanzierung nach Finanzierungsart

(in % des BIP)



Quelle: People's Bank of China.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2014.

der Schattenbankaktivitäten beitrug. Zudem hat sich unter Analysten und Entscheidungsträgern zunehmend Besorgnis aufgrund von Überinvestitionen und der Fehlallokation von Kapital in diversen Wirtschaftszweigen – insbesondere auf dem Immobilienmarkt und in der damit verbundenen Schwerindustrie – breitgemacht. Der Wohnimmobilienmarkt kühlte sich 2014 spürbar ab, was mit höheren Leerständen und niedrigeren Häuserpreisen einherging. Anekdotische Hinweise scheinen zu belegen, dass Immobilienentwickler, darunter insbesondere kleinere Unternehmen, dem Druck ausgesetzt sind, ihre Aktivitäten zu konsolidieren oder zurückzufahren. Produkte für den Bausektor (wie etwa Stahl) haben sich ebenfalls verbilligt, und auf der Erzeugerebene ist die Preisentwicklung seit Anfang 2012 negativ, was die Gewinnmargen in etlichen Zweigen der Schwerindustrie belastet. Darüber hinaus hat sich mit der raschen Kreditexpansion auch der Anteil an notleidenden Krediten vergrößert, er befindet sich aber immer noch auf einem niedrigen Niveau. Eine Serie von (in China bis dahin praktisch unbekanntem) Zahlungsausfällen oder Beinaheausfällen bei Anleihen und anderen Finanzprodukten deutet ebenfalls auf wachsende Spannungen im Finanzsektor hin. Zudem scheint die hohe und weiter zunehmende Verschuldung regionale und kommunale Gebietskörperschaften daran zu hindern, so massiv wie noch vor einigen Jahren in die Infrastruktur zu investieren. Anzumerken ist auch, dass der jüngste Sturz der Ölpreise grundsätzlich eine für China positive Entwicklung darstellt, da das Land ein großer Nettoimporteur von Rohöl ist. Dies wird sich aber nur dann signifikant bemerkbar machen, wenn die Ölpreise für einen längeren Zeitraum niedrig bleiben. Obgleich es wahrscheinlich ist, dass Chinas Wachstum – im Einklang mit dem flacher verlaufenden Potenzialpfad – in absehbarer Zukunft weiter allmählich nachlassen wird, dürften sich die Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick erhöht haben.

**Zur Behebung der Schwachstellen sind Strukturreformen nötig.** Ende 2013 wurde eine umfassende Reformagenda bekannt gegeben, die auf einer Bestandsaufnahme der strukturellen Herausforderungen gründete, mit denen sich Chinas Volkswirtschaft konfrontiert sieht. Die Grundprinzipien der Agenda untermauern die Notwendigkeit, den Märkten eine Schlüsselrolle bei der Verteilung der Ressourcen auf alle – in Privat- oder in Staatseigentum stehenden – Unternehmen einzuräumen, sodass die Firmen unter gleichen Bedingungen miteinander konkurrieren können. Dabei zielen diese Prinzipien auch auf eine Begrenzung des Zuständigkeitsbereichs der Regierung, d. h. auf eine wirksame Regulierung und die Wahrung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität, statt der Feinsteuerung von Entscheidungen einzelner Wirtschaftsakteure („Mikromanagement“). Die konkreten Vorschläge sind weitreichend und umfassen unter anderem die Liberalisierung der Preise und des Finanzsektors, die Öffnung der Märkte für Privatunternehmen und ausländische Wettbewerber, eine Reform der Staatsfinanzen, der Staatsunternehmen und der staatlichen Wohnsitzkontrolle sowie eine Landreform. Bei vollständiger Umsetzung sollten diese Reformen dazu beitragen, das mittelfristige Risiko einer abrupten Wachstumsabschwächung zu mindern.

**Bislang wurden zwar einige Erfolg versprechende Maßnahmen ergriffen, doch die Fortschritte sind durchwachsen.** Erhebliche Verbesserungen sind bei der Reformierung des Finanzsektors – durch Förderung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs – sowie des Steuer- und Sozialversicherungssystems erzielt worden, während Maßnahmen zur Liberalisierung der Wirtschaft und Umstrukturierung staatseigener Unternehmen bisher offenbar nur in begrenztem Rahmen erfolgt sind. Der Staatsrat hat die Einführung eines Einlagensicherungssystems vorgeschlagen und Pläne genehmigt, mit denen die Transparenz und Tragfähigkeit der regionalen und kommunalen Verschuldung erhöht werden sollen. Des Weiteren wurde die Liberalisierung des Kapitalverkehrs vorangetrieben (ein Paradebeispiel ist das Pilotprogramm Shanghai-Hongkong Stock Connect). Die im täglichen Handel zugelassene Wechselkursbandbreite des Renminbi zum US-Dollar wurde auf 2 % ausgeweitet, und die Zinsen werden nach und nach freigegeben. Mit der Reform des chinesischen

Hukou-Systems (System der staatlichen Wohnsitzkontrolle) wurde auch die Arbeitsmobilität erhöht. In anderen Bereichen sind die Fortschritte eher lückenhaft. Einige regionale und kommunale Gebietskörperschaften haben Zeitpläne für die Umstrukturierung der staatseigenen Unternehmen und den Abbau von staatlichen Unternehmensbeteiligungen vorgelegt, ohne dass aber die Rolle der Staatsunternehmen einer eindeutigen Neudefinition unterzogen wurde. Darüber hinaus scheinen die Maßnahmen zur Liberalisierung der Wirtschaft recht bescheiden zu sein; sie konzentrieren sich auf die Straffung von Genehmigungsverfahren und die Öffnung einer Reihe von Infrastrukturprojekten und Wirtschaftszweigen für privates Kapital und ausländische Investitionen.

**Angesichts der nach wie vor großen Herausforderungen hält China an seinen Reformvorhaben fest.** Die Reformen sollen zum größten Teil bis 2020 verwirklicht werden, und die Regierung bekräftigte erst kürzlich ihren Willen, dieses Ziel zu erreichen. Was den Finanzsektor betrifft, so wird eine Ergänzung des vorgeschlagenen Einlagensicherungssystems durch einen eindeutigeren Rahmen für die Abwicklung nicht existenzfähiger Finanzinstitute dazu beitragen, Fehlanreize (Moral Hazard) weiter zu reduzieren und zugleich weitere Fortschritte bei der Zinsliberalisierung zu ermöglichen. Darüber hinaus würden durch den Abbau von administrativen Hürden und Investitionshemmnissen in Branchen wie dem Banken-, dem Telekommunikations- und dem Energiesektor der Wettbewerb wirksam gesteigert, der Marktzugang für neu gegründete Unternehmen erleichtert, Innovationen und Produktivität erhöht und somit letztlich das Wachstum auf einen nachhaltigeren Pfad gelenkt.

## Kasten 3

## EINFÜHRUNG DES EURO IN LITAUEN

**Am 1. Januar 2015 führte Litauen den Euro ein und wurde damit das 19. Mitglied des Euro-Währungsgebiets.** Der Umrechnungskurs des litauischen Litas zum Euro wurde unwiderruflich auf 3,45280 Litai je Euro festgelegt. Dies entspricht dem Leitkurs des litauischen Litai, der während der Mitgliedschaft Litauens im Wechselkursmechanismus II galt.

**Im Vergleich zum übrigen Eurogebiet ist Litauen eine sehr kleine Volkswirtschaft.** Daher wird die Einführung des Euro in Litauen keinen signifikanten Einfluss auf die aggregierten makroökonomischen Kennziffern des Euroraums haben (siehe Tabelle). Litauen hat rund 3 Millionen Einwohner, und sein Anteil am BIP des Eurogebiets beträgt etwa 0,4 %. In

## Wichtige volkswirtschaftliche Kennzahlen zu Litauen und zum Euro-Währungsgebiet

	Berichts- zeitraum	Einheit	Euro- Währungs- gebiet ohne Litauen	Euro- Währungs- gebiet einschl. Litauens	Litauen
<b>Bevölkerung und Wirtschaftsleistung</b>					
Gesamtbevölkerung <sup>1)</sup>	2013	Mio	335,8	338,8	3,0
BIP	2013	Mrd €	9 904,4	9 939,4	35,0
Pro-Kopf-BIP	2013	Tsd €	29,5	29,3	11,8
Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten	2013	Euro-18 = 100	100,0	99,7	67,5
Anteil am weltweiten BIP <sup>2)</sup>	2013	In %	12,3	12,4	0,1
<b>Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen<sup>3)</sup></b>					
Land- und Forstwirtschaft und Fischerei	2013	In % der Gesamtsumme	1,7	1,7	3,8
Industrie (einschl. Baugewerbe)	2013	In % der Gesamtsumme	24,6	24,6	30,7
Dienstleistungen (einschl. nicht marktbestimmter Dienstleistungen)	2013	In % der Gesamtsumme	73,6	73,6	65,5
<b>Monetäre und finanzielle Indikatoren</b>					
Kredite an den privaten Sektor <sup>4)</sup>	2013	In % des BIP	128,8	128,5	45,8
Aktienmarktkapitalisierung <sup>5)</sup>	2013	In % des BIP	56,9	56,7	9,1
<b>Außenhandel</b>					
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen <sup>6)</sup>	2013	In % des BIP	43,7	43,8	84,1
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen <sup>6)</sup>	2013	In % des BIP	40,2	40,4	82,8
Saldo der Leistungsbilanz <sup>6)</sup>	2013	In % des BIP	2,2	2,2	1,6
<b>Arbeitsmarkt<sup>7)</sup></b>					
Erwerbsquote <sup>8)</sup>	Q3 2014	In %	72,4	72,4	74,1
Arbeitslosenquote	Q3 2014	In %	11,1	11,1	9,3
Beschäftigungsquote <sup>8)</sup>	Q3 2014	In %	64,4	64,4	67,2
<b>Öffentliche Haushalte</b>					
Finanzierungssaldo	2013	In % des BIP	-2,9	-2,9	-2,6
Einnahmen	2013	In % des BIP	46,5	46,5	32,8
Ausgaben	2013	In % des BIP	49,4	49,4	35,5
Brutto-Schuldenstand	2013	In % des BIP	93,3	93,1	39,0

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

1) Geschätzter Jahresdurchschnitt.

2) Die BIP-Anteile beruhen auf einer Berechnung der Länder-BIPs zu Kaufkraftparitäten.

3) Auf der Grundlage der nominalen Bruttowertschöpfung zu Herstellungspreisen.

4) Umfassen Buchkredite und Bestände an Wertpapieren ohne Aktien sowie Bestände an Aktien und sonstigen Anteilsrechten.

5) Definiert als Gesamtumlauf an börsennotierten, von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet/in Litauen begebenen Aktien ohne Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile zum Marktwert.

6) Zahlungsbilanzdaten. Die Daten für das Euro-Währungsgebiet werden auf der Basis von Transaktionen mit Ansässigen in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets (d. h. ohne Ströme innerhalb des Euro-Währungsgebiets) zusammengestellt. Die Angaben zu Litauen beinhalten Transaktionen mit Ansässigen in der übrigen Welt (d. h. auch Transaktionen mit dem Euro-Währungsgebiet).

7) Bezogen auf die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (d. h. zwischen 15 und 64 Jahren). Die Daten stammen aus der Arbeitskräfteerhebung.

8) Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (d. h. zwischen 15 und 64 Jahren).

Kaufkraftparitäten gerechnet belief sich das BIP pro Kopf im Jahr 2013 auf knapp 70 % des euroraumweiten Durchschnitts.

**Die makroökonomischen Ungleichgewichte, die sich in den Jahren vor der Krise 2007-2008 aufgebaut hatten, wurden durch Maßnahmen der litauischen Regierung korrigiert, ohne hierzu Unterstützung von außen in Anspruch zu nehmen.** Vor 2007 beflügelten das Kreditwachstum und die Kapitalzuflüsse die Inlandsnachfrage in Litauen, das eine der höchsten Wachstumsraten in der EU aufwies. Gleichzeitig bildeten sich aufgrund der umfangreichen Kapitalimporte, die vor allem in den Sektor der nicht handelbaren Güter flossen, gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte. Die Regierung begann im Jahr 2008 mit der Durchführung von Anpassungsmaßnahmen und kürzte die Nominallöhne im öffentlichen und im privaten Sektor, um so die Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Auch eine glaubwürdige und frühzeitige Konsolidierungsstrategie trug in Verbindung mit Strukturreformen zum Anpassungsprozess in Litauen bei. Das Haushaltsdefizit wurde von 9,4 % des BIP im Jahr 2009 auf 2,6 % des BIP im Jahr 2013 zurückgeführt. Das Bankensystem wurde mit Liquidität versorgt, und zugleich wurden Schritte zur Aufstockung der Kapitalpuffer unternommen sowie Reformen zur Stärkung der Bankenaufsicht durchgeführt. Im Jahr 2010 setzte eine wirtschaftliche Erholung ein, die sich auf eine Belebung des Exportgeschäfts stützte; dieses wiederum profitierte von der kräftigen Auslandsnachfrage und einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit. Die Binnennachfrage zog in der Folge ebenfalls wieder an. Wenngleich sich die öffentliche Schuldenquote während der Wirtschaftskrise mehr als verdoppelte, lag der Wert im Jahr 2013 mit 39 % deutlich unter dem euroraumweiten Durchschnitt von 93 %.

**Die konjunkturelle Aktivität in Litauen erwies sich auch in der jüngeren Zeit als dynamisch; so legte das reale BIP im dritten Quartal 2014 um 2,6 % zum Vorjahr zu, und der Arbeitsmarkt entwickelte sich positiv.** Die Arbeitslosenquote belief sich auf 9,3 %, verglichen mit einem Höchststand von 18,2 % im zweiten Jahresviertel 2010. Allerdings verringerte sich die Zahl der Erwerbspersonen, da viele Menschen auf der Suche nach Arbeit in andere EU-Staaten emigrierten. Im Zusammenspiel mit der Diskrepanz zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage, die den litauischen Arbeitsmarkt belastet, könnte dies zu einem Fachkräftemangel und zu Lohnsteigerungen führen. Dadurch würde es Litauen möglicherweise erschwert, seinen Anteil am Welthandel weiter auszubauen.

**Die Produktionsstruktur Litauens gleicht im Großen und Ganzen jener des Euroraums insgesamt.** Der Beitrag der Industrie (einschließlich Baugewerbe) zur gesamten Wertschöpfung der litauischen Wirtschaft beträgt etwa 31 %. Der Anteil der Dienstleistungen ist mit rund 66 % etwas niedriger als der entsprechende Anteil im Eurogebiet insgesamt, derjenige der Landwirtschaft mit 4 % geringfügig höher. Darüber hinaus weist die litauische Volkswirtschaft einen sehr hohen Offenheitsgrad auf, wobei die übrigen Euro-Länder mit einem Anteil von rund 38 % an der gesamten Ausfuhr Litauens und einem Anteil von 40 % an seiner gesamten Einfuhr die wichtigsten Handelspartner sind. Polen und Russland gehören zu den weiteren bedeutenden Handelspartnern.

**Der Finanzsektor des Landes ist bankbasiert.** Die Bankkredite an den privaten Sektor beliefen sich 2013 auf 46 % des BIP. Das Bankensystem ist durch einen hohen Konzentrationsgrad gekennzeichnet und wird von Instituten aus den nordischen Ländern dominiert. Seit dem Zusammenbruch der beiden größten inländischen Banken hat sich der Anteil der Kreditinstitute in ausländischem Besitz auf 90 % erhöht. Zugleich ist Litauens Finanzsektor ohne Banken sehr klein und wenig entwickelt: Im Jahr 2013 war die entsprechende Aktienmarktkapitalisierung mit

knapp 10 % des BIP eine der niedrigsten im Euro-Währungsgebiet. Die Kapitalmärkte haben eine geringe Größe und dienen in erster Linie dem Handel mit Staatsanleihen.

**Um die Vorteile des Euro voll auszuschöpfen und ein effizientes Wirken der Anpassungsmechanismen im erweiterten Währungsraum zu ermöglichen, muss Litauen seine Reformanstrengungen auch nach der Einführung des Euro fortsetzen.<sup>1</sup>** Die wirtschaftspolitischen Maßnahmen sollten darauf ausgerichtet werden, Preisstabilität sowie die Nachhaltigkeit des Konvergenzprozesses und des Wirtschaftswachstums auf lange Sicht zu gewährleisten. Die litauischen Behörden haben sich verpflichtet, ihren finanzpolitischen Rahmen vollständig an die Anforderungen des Eurogebiets anzupassen, ihn durch den Fiskalpakt zu stärken und die Flexibilität der Volkswirtschaft angesichts negativer Schocks zu steigern. Nachdem die einschlägige Gesetzgebung vom Parlament verabschiedet wurde, übernimmt die Lietuvos bankas nun makroprudenzielle Befugnisse. Hierdurch wird die Zusammenarbeit im Rahmen der europäischen Bankenunion weiter intensiviert und die Finanzstabilität gewahrt. Litauen muss allerdings wachsam bleiben und makroprudenzielle Maßnahmen umsetzen, die dafür sorgen, dass nach der Euro-Einführung das Auftreten möglicher neuer finanzieller Ungleichgewichte vermieden wird. Ungeachtet der auf dem Gebiet der Strukturreformen bisher erzielten Fortschritte sind die Behörden entschlossen, das Geschäftsumfeld noch weiter zu verbessern, Infrastrukturdefizite anzugehen und die Qualität staatseigener Unternehmen zu erhöhen, um auf diese Weise die Wettbewerbsfähigkeit des Landes aufrechtzuerhalten. Dabei muss mit Blick auf berufliche Qualifikationen das Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage am Arbeitsmarkt verringert werden, um die hohe strukturelle Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. Hierzu sollten das Bildungssystem reformiert und die steuerliche Belastung des Faktors Arbeit reduziert werden. Diese Reformen würden die Lage am Arbeitsmarkt verbessern und zum Potenzialwachstum beitragen. Vor dem Hintergrund der stabilitätsorientierten Geldpolitik der EZB ist es unabdingbar, dass Litauen ein wirtschaftliches Umfeld gewährleistet, das einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum und der Schaffung von Arbeitsplätzen auf mittlere bis lange Sicht förderlich ist.

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Konvergenzbericht, Juni 2014.

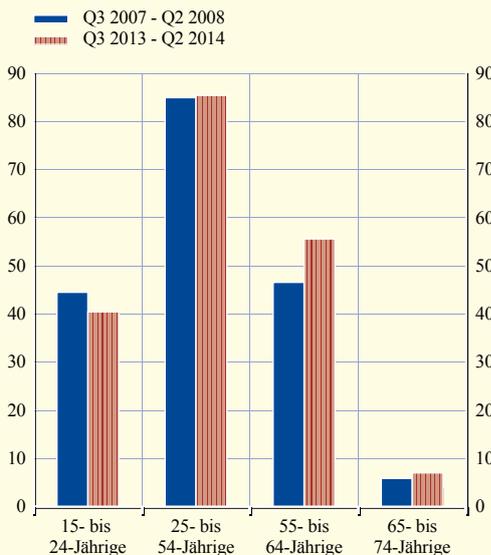
## JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER ERWERBSBETEILIGUNG IM EURO-WÄHRUNGSGBIET

**Trotz der schweren Rezessionsphasen, die das Euro-Währungsgebiet in den letzten Jahren durchlaufen hat, entwickelte sich die Erwerbsbeteiligung im Euroraum (untypischerweise) positiv.** Im Zeitraum von 2000 bis 2012 verzeichnete die Erwerbsbeteiligung<sup>1</sup> – definiert als Anteil der Erwerbstätigen oder derzeit Arbeit suchenden Bevölkerung an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter – einen Aufwärtstrend. Im Jahr 2014 stabilisierte sie sich dann bei rund 64 %. Im vorliegenden Kasten werden die jüngste Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Eurogebiet insgesamt sowie in den vier größten Ländern des Euro-Währungsgebiets beleuchtet und die Auswirkungen der demografischen Entwicklung im Vergleich zu anderen konjunkturellen und strukturellen Faktoren erörtert.<sup>2</sup>

**Der Anstieg der aggregierten Erwerbsquote war in erster Linie auf eine höhere Erwerbsbeteiligung von älteren Arbeitskräften (55- bis 74-Jährigen) zurückzuführen, während die Erwerbsbeteiligung bei den Jugendlichen (15- bis 24-Jährigen) zurückging (siehe Abbildung A).** Gleichzeitig übte die Entwicklung der Bevölkerungsverteilung einen Abwärtsdruck auf die Erwerbsbeteiligung aus. Dies ist der Tatsache zuzuschreiben, dass sich der Anteil der Altersgruppen mit den niedrigsten Erwerbsquoten (55- bis 74-Jährige) erhöhte,

**Abbildung A Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet nach Altersgruppen**

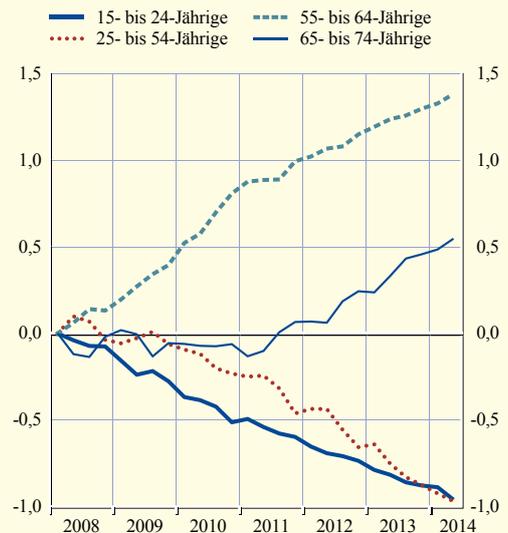
(Erwerbsbeteiligung der 15- bis 74-Jährigen)



Quelle: Arbeitskräfteerhebung von Eurostat.

**Abbildung B Entwicklung der einzelnen Altersgruppen gemessen an der gesamten Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15- bis 74-Jährige)**

(Veränderung seit dem zweiten Quartal 2008 in Prozentpunkten)



Quelle: Arbeitskräfteerhebung von Eurostat.

1 Im vorliegenden Kasten wird die Bevölkerung im Alter von 15 bis 74 Jahren betrachtet.

2 Eine weitere Diskussion der Einflussfaktoren der Erwerbsbeteiligung findet sich in: EZB, Jüngste Entwicklung der Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 9, Monatsbericht November 2013.

wohingegen sich der Anteil der Gruppen mit der höchsten Erwerbsbeteiligung (vornehmlich Erwerbspersonen im Haupterwerbsalter) verringerte (siehe Abbildung B).

**In den vier größten Ländern des Euroraums wurden seit Beginn der Krise divergierende Entwicklungen bei der Erwerbsbeteiligung beobachtet.** In Deutschland wurde ein kräftiger und in Frankreich ein geringfügiger Anstieg der Erwerbsquote verzeichnet (siehe Abbildung C). Auch in Spanien erhöhte sie sich trotz der beträchtlichen Auswirkungen der Krise auf den Arbeitsmarkt zunächst weiter,<sup>3</sup> bevor Anfang 2013 ein Rückgang einsetzte. In Italien hingegen sank die Erwerbsbeteiligung anfänglich und nahm erst 2012 wieder zu.

**Der Anstieg der Erwerbsquote in Deutschland war vor allem dem veränderten Erwerbsbeteiligungsverhalten der einzelnen Altersgruppen (insbesondere höheren Altersgruppen) geschuldet, was mit der Umsetzung der Hartz-Reformen und dem Auslaufen der Vorruhestandsregelungen zwischen 2006 und 2010 zusammenhängen könnte.** Ab 2009 wurde die Erwerbsbeteiligung in Deutschland zudem durch eine stärkere Nettozuwanderung gestützt. Die geringfügig höhere Erwerbsbeteiligung in Frankreich war vor allem einer stärkeren Beteiligung älterer Arbeitskräfte zuzuschreiben, die durch eine Anhebung des Rentenalters bedingt war. In Spanien stieg die Erwerbsbeteiligung bis 2012 vor allem deshalb an, weil sich insbesondere die Altersgruppe der 40- bis 64-Jährigen verstärkt für eine Teilnahme am Erwerbsleben entschied. Dies glich die negativen Effekte der veränderten Bevölkerungsstruktur weitgehend aus. Auch der robuste Aufwärtstrend bei der Erwerbsbeteiligung von Frauen, der in den 1980er-Jahren eingesetzt hatte, trug zur deutlich höheren Erwerbsquote in Spanien bei. Der dort seit 2013 verzeichnete Rückgang ist bis zu einem gewissen Grad auf die Abwanderung von Ausländern zurückzuführen und lässt sich auch durch die geringere Erwerbsbeteiligung von Jugendlichen und älteren Arbeitskräften (im Alter von 65 bis 74 Jahren) erklären. In Italien wurden die negativen Effekte der veränderten Bevölkerungsstruktur durch Veränderungen bei der Entscheidung über die Teilnahme am Erwerbsleben weitgehend ausgeglichen. Der drastische Rückgang der Erwerbsquote nach 2008 hing mit der zunehmenden Entmutigung zusammen. Ab 2012 stieg die Erwerbsbeteiligung unter anderem aufgrund der Rentenreform, die eine schrittweise Anhebung des Rentenalters und Einschränkungen des Vorruhestands vorsah, wieder an.

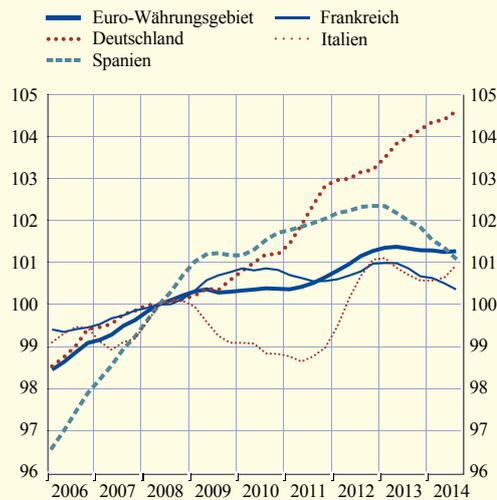
### Schlussbemerkungen

Mit Blick auf die Zukunft verändert sich die Bevölkerungsverteilung im Euroraum. Insbesondere der Anteil der höheren Altersgruppen (deren Erwerbsquoten niedriger sind) wird im Zeitverlauf zunehmen. Wenngleich infolge einer höheren Gesundheits- und Lebenserwartung sowie aufgrund von Reformen bei den Sozialleistungen und Anhebungen des Rentenalters mit einer

<sup>3</sup> Die Erwerbsquote in Spanien scheint im Gegensatz zur Arbeitslosenquote, die sich von 2008 bis 2013 verdreifachte, sehr robust zu sein.

**Abbildung C Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet und in den vier größten Euro-Ländern**

(15- bis 74-Jährige; gleitender Vierquartalsdurchschnitt; Index: Q2 2008 = 100)



Quelle: Arbeitskräfteerhebung von Eurostat.

stärkeren Erwerbsbeteiligung der Älteren gerechnet werden kann, ist ein weiterer Anstieg der Erwerbsquote über alle Altersgruppen hinweg erforderlich, um eine anhaltende Zunahme der Gesamterwerbsbeteiligung sicherzustellen.

## Kasten 5

## ÖLPREISRÜCKGANG UND KONJUNKTURAUSSICHTEN IM EURO-WÄHRUNGSGBIET

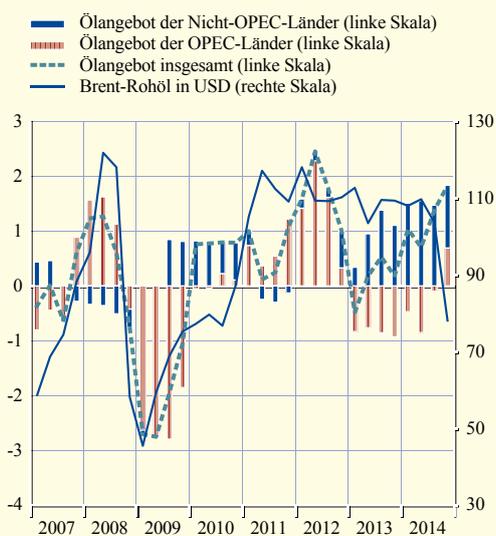
**Der zuletzt deutliche Rückgang der Ölpreise ist offenbar vor allem auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen.** Das weltweite Ölangebot wurde durch die Ausweitung der Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten und die konstante Produktion in Russland, im Irak und in Libyen gestützt; gleichzeitig beschloss die OPEC im November, ihr Produktionsziel nicht abzusenken (siehe Abbildung A). Darüber hinaus hat sich die globale Ölnachfrage abgeschwächt, und die diesbezüglichen Prognosen für 2014 und 2015 wurden wiederholt nach unten korrigiert.<sup>1</sup> Nachfragefaktoren scheinen jedoch beim Verfall der Ölpreise nur eine begrenzte Rolle gespielt zu haben. Hierfür spricht die Entwicklung der Preise für sonstige Rohstoffe, die in der Regel eng mit der Konjunktur- und Nachfrageentwicklung korreliert sind und die einen deutlich geringeren Rückgang aufweisen als die Ölnotierungen (siehe Abbildung B). Dies lässt darauf schließen, dass ölspezifische Angebotsschocks ausschlaggebend waren.

**Der jüngste Ölpreisverfall dürfte somit die globale Konjunktorentwicklung stützen.**

Niedrigere Ölpreise bewirken einen Einkommenstransfer von den Netto-Ölexporturen hin zu den Netto-Ölimporturen. Bei einer weltweiten Ölproduktion von rund 90 Millionen Barrel pro Tag führt ein Rückgang der Ölpreise um 60 USD je Barrel, wie dies seit Juli 2014 zu beobachten war, zu einer Nettoeinkommensumverteilung von rund 2 % des weltweiten BIP. Da Ölimporture im Durchschnitt eine höhere Konsumneigung aufweisen, steigt die globale Nachfrage. Neben dem

Abbildung A Weltweites Ölangebot

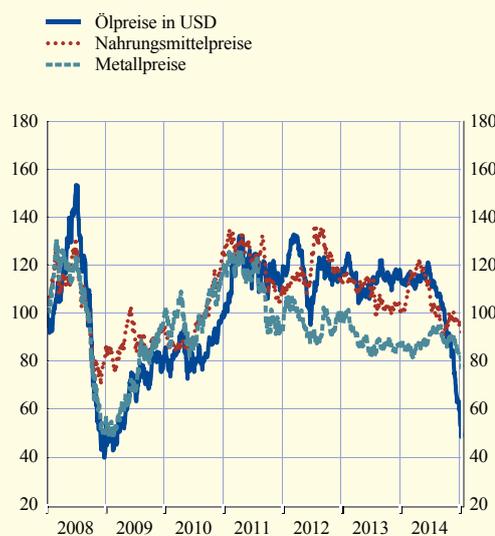
(Veränderung gegen Vorjahr in Mio Barrel pro Tag;  
Quartalswerte)



Quelle: Internationale Energieagentur (IEA).

Abbildung B Gleichlauf der Preise für Öl, Nahrungsmittel und Metalle

(Index: 1. Januar 2008 = 100)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Metallpreisindex umfasst Aluminium, Blei, Kupfer, Nickel, Zink und Zinn.

<sup>1</sup> Die Internationale Energieagentur (IEA) revidierte ihre Prognose für die Ölnachfrage mehrfach nach unten und rechnet für 2015 mit einer Verringerung der weltweiten Nachfrage um 0,8 %.

Euro-Währungsgebiet dürften auch die meisten Handelspartner des Euroraums von sinkenden Ölpreisen profitieren.

**Für ölimportierende Volkswirtschaften wie das Euro-Währungsgebiet übt der aktuelle Ölpreistrückgang auf kurze Sicht einen beträchtlichen Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation aus.** Direkte Effekte sind mit geringer zeitlicher Verzögerung in den Verbraucherpreisen für Energie zu beobachten, da Ölpreisschwankungen auf den vorgelagerten Absatzstufen im Allgemeinen nach lediglich etwa drei bis fünf Wochen vollständig auf die Verbraucherpreise vor Steuern durchwirken. Niedrigere Energiepreise können zudem über indirekte Effekte auch andere Preise beeinflussen und sich womöglich zu einem späteren Zeitpunkt darin niederschlagen.<sup>2</sup> Darüber hinaus können sie Zweitrundeneffekte beim Preis- und Lohnsetzungsverhalten auslösen.

**Veränderungen der Ölpreise beeinflussen die Konjunktur vor allem über das real verfügbare Einkommen und die Unternehmensgewinne.** Ein Ölpreistrückgang wirkt sich in der Regel positiv auf die Konjunktur aus, da er zu einem unmittelbaren Anstieg des real verfügbaren Einkommens und der Unternehmensgewinne führt. Wie stark real verfügbares Einkommen und Gewinne auf die Verbilligung von Öl reagieren, ist jedoch in hohem Maße von den Bestimmungsfaktoren des Ölpreisverfalls abhängig. Sinken die Ölnotierungen primär aufgrund eines reichlichen Angebots, erhöhen sich das real verfügbare Einkommen und die Gewinne deutlich. Ist indes eine schwache weltweite Nachfrage für die fallenden Ölpreise verantwortlich, so wird die durch niedrigere Energiepreise bedingte Zunahme der Kaufkraft bzw. der Ertragskraft zumindest teilweise durch eine rückläufige Auslandsnachfrage geschmälert.

**Historische Daten bestätigen, dass das real verfügbare Einkommen und die Unternehmensgewinne stark auf Veränderungen der Ölpreise reagieren.** Die Entwicklung der Energiepreise und des real verfügbaren Einkommens ist in Abbildung C dargestellt. Die Veränderung des real verfügbaren Einkommens wird zusätzlich in die Gewinne bzw. Verluste aufgeschlüsselt, die auf Energiepreisschwankungen und alle sonstigen Faktoren zurückzuführen sind.<sup>3</sup> Abbildung D zeigt die Entwicklung der Ölpreise und der Gewinnmargen, wobei Letztere näherungsweise anhand des Wachstums des BIP-Deflators abzüglich des Anstiegs der Lohnstückkosten geschätzt wurden. Im Zuge der Ölpreisteigerungen von 1999 und 2000 sowie in der zweiten Hälfte der 2000er-Jahre verringerten sich das real verfügbare Einkommen und die Gewinnmargen. Als die Ölnotierungen im Jahr 1986 einbrachen, was – wie in jüngster Zeit – vor allem auf das reichliche Angebot zurückzuführen war, stiegen die Gewinnmargen (für die Daten über einen längeren Zeitraum verfügbar sind) in der Folge deutlich an. Dagegen stand dem Rückgang der Ölpreise Ende 2008 und zu Jahresbeginn 2009 eine sehr schwache globale Nachfrage gegenüber, und sowohl das real verfügbare Einkommen als auch die Unternehmensgewinne sanken drastisch. Da die aktuelle Ölverbilligung längere Zeit anzuhalten scheint und in erster Linie von angebotsseitigen Faktoren herrührt, dürfte sie das real verfügbare Einkommen und die Gewinne stützen.

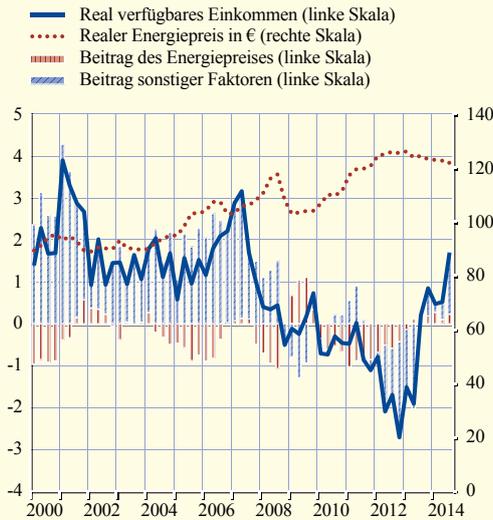
**Insgesamt ist davon auszugehen, dass der jüngste Ölpreistrückgang im laufenden Jahr einen deutlichen Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation ausüben und zugleich der Konjunktur im Euroraum in den Jahren 2015 und 2016 Auftrieb verleihen wird.** Im Allgemeinen sollten

2 Siehe hierzu auch EZB, Indirekte Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht Dezember 2014.

3 Der Beitrag der Energiepreisänderungen zur Veränderung des real verfügbaren Einkommens entspricht dem Produkt aus dem Anteil der nominalen Energieausgaben und der Änderungsrate der realen Energiepreise.

Abbildung C Beiträge zum Wachstum des real verfügbaren Einkommens

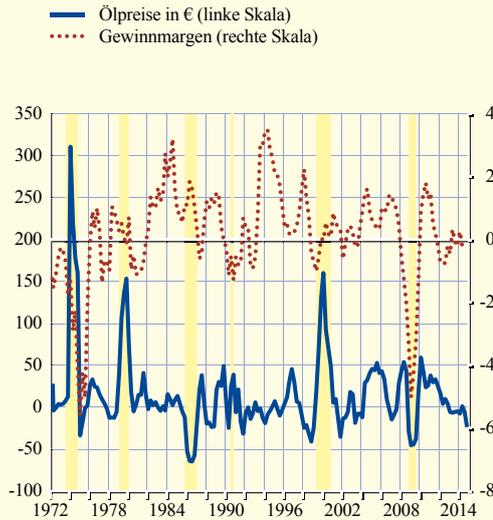
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der in Euro gerechnete reale Energiepreis wird anhand der US-Dollar-Notierung von Rohöl der Sorte Brent, des EUR/USD-Wechselkurses und des HVPI für das Euro-Währungsgebiet ermittelt.

Abbildung D Gewinnmargen und Ölpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, Area-Wide-Model-Datenbank (AWM-Datenbank) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die gelben Balken markieren Phasen eines Ölpreisschocks.

sich die Ölpreisänderungen nur vorübergehend auf die am HVPI gemessene Teuerung auswirken, da an den Terminmärkten gegenwärtig mit einem allmählichen Anstieg der Ölpreise gerechnet wird. Sollte diese Entwicklung eintreten, wird der von den Ölpreisen ausgehende Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation letztendlich nachlassen, sodass die Ölnotierungen ab 2016 wieder einen positiven Beitrag zur Teuerung nach dem HVPI leisten werden. Da der Rückgang der Ölpreise offenbar vor allem durch angebotsseitige Faktoren bedingt ist, dürften die Auswirkungen auf die Konjunkturentwicklung im Eurogebiet überwiegend positiv sein. Dieser Einfluss wird sich bis in das Jahr 2016 hinein erstrecken, da die Konjunktur in der Regel mit zeitlicher Verzögerung auf niedrigere Ölpreise reagiert.

## TRENDS BEI DEN GEWINNMARGEN DER NICHTFINANZIELLEN KAPITALGESELLSCHAFTEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

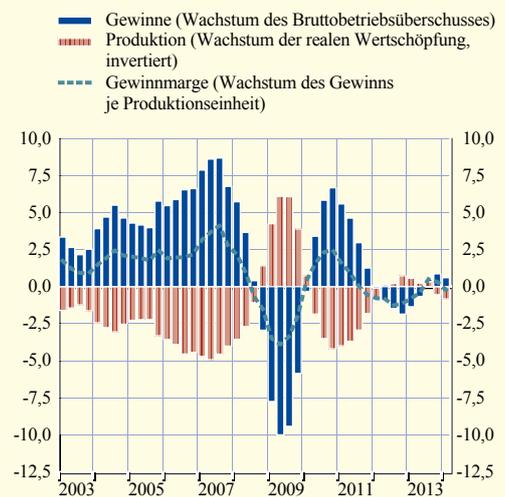
**In Bezug auf die Preisentwicklung sind die Gewinnmargen ein wichtiger Faktor.** Sie werden in der Regel als Kostenaufschlag betrachtet, sodass ihre Entwicklung als Messgröße dafür dienen kann, inwieweit die Unternehmen in der Lage bzw. gezwungen sind, verschiedene Kosten- oder Gebührenänderungen auf ihre Preise überzuwälzen. Gewinnmargen oder -entwicklungen sind auch realwirtschaftlich (wie z. B. für die Entwicklung der Investitionen) relevant. Auf aggregierter Ebene wird der Einfluss der Gewinnmargen auf die Preise oftmals näherungsweise durch die Entwicklung des Bruttobetriebsüberschusses je Produkteinheit (also des Bruttostückgewinns) im Verhältnis zu den Veränderungsraten des BIP bzw. des Wertschöpfungsdeflators bestimmt. Für die einzelnen institutionellen Wirtschaftssektoren spiegelt der Bruttobetriebsüberschuss tendenziell jedoch ganz unterschiedliche wirtschaftliche Kräfte wider und beinhaltet Komponenten, die nicht immer mit dem Gewinnbegriff im engeren Sinne übereinstimmen mögen. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten vornehmlich die Gewinnentwicklung im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (der rund die Hälfte des Bruttobetriebsüberschusses im Euro-Währungsgebiet erwirtschaftet) und die Bestimmungsfaktoren des Bruttobetriebsüberschusses untersucht.<sup>1</sup>

### Entwicklung der Gewinnmargen

**Die Gewinnmargen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verringerten sich während der Rezession der Jahre 2008 und 2009 drastisch und waren auch in den vergangenen zwei Jahren rückläufig (siehe Abbildung A).** Maßgeblich für die als Bruttostückgewinne ermittelten Profitmargen sind die Entwicklungen des Bruttobetriebsüberschusses im Zähler und der realen Wertschöpfung als Messgröße der Produktion im Nenner. Das Absinken dieser Werte während der schweren Rezession und in den vergangenen zwei Jahren lässt sich dadurch erklären, dass sich der Bruttobetriebsüberschuss stärker verringerte als die reale Wertschöpfung. Im Jahr 2014 trugen einige Verbesserungen der realen Wertschöpfung zur Schmälerung der Bruttostückgewinne bei.

**Abbildung A Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: Gewinn je Produktionseinheit und Beiträge**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

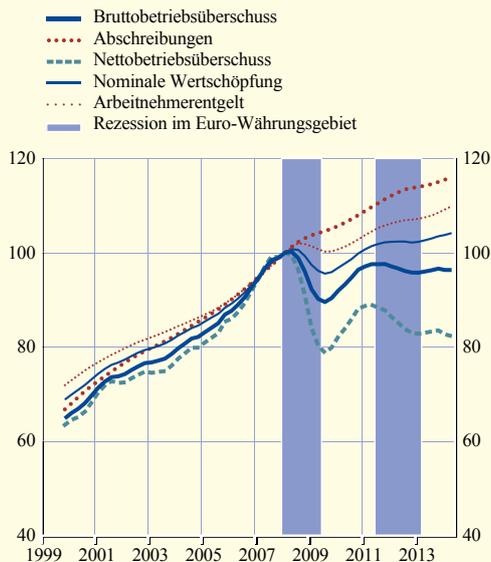


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die reale Wertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften basiert auf einer EZB-Schätzung.

<sup>1</sup> Eine Untersuchung der Gewinne auf gesamtwirtschaftlicher Ebene findet sich in: EZB, Gewinne und ihre Bedeutung für die Ausprägung des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht März 2013. Zur Entwicklung der Gewinnmargen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, untergliedert in Euro-Länder mit Außenhandelsdefiziten und -überschüssen, siehe EZB, Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet aus Sicht der Sektorkonten, Kasten 3, Monatsbericht Februar 2012. Siehe auch EZB, Die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets für das zweite Quartal 2014, Kasten 4, Monatsbericht November 2014.

**Abbildung B Brutto- und Nettobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

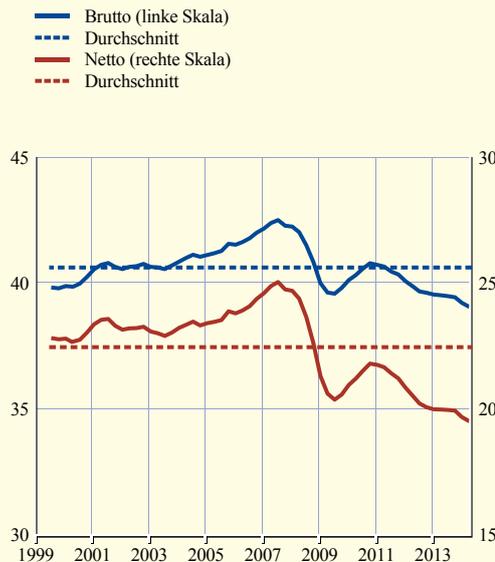
(Index: Q1 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung C Brutto- und Nettogewinnanteil der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

(in % der Wertschöpfung; Durchschnitt seit 1999)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## Brutto- und Nettobetriebsüberschuss

**Als die Wirtschaftstätigkeit während der Krise im Jahr 2008 einbrach, verringerte sich der Bruttobetriebsüberschuss stark und liegt seither unter seinem früheren Niveau.** Angesichts einer zumeist gedämpften Entwicklung der nominalen Wertschöpfung spiegelt diese Verringerung die relativ schwache Reagibilität des Arbeitnehmerentgelts wider (siehe Abbildung B). Dementsprechend sackte die (auf die Wertschöpfung bezogene) Gewinnquote auf ein Niveau unter ihrem längerfristigen Durchschnitt, nachdem sie vor Ausbruch der Krise aufwärts tendiert hatte (siehe Abbildung C). In den vergangenen zwei Jahren schwächte sich die Gewinnquote weiter ab. Diese Muster werden deutlicher, wenn man den Nettobetriebsüberschuss betrachtet, da die Abschreibungen und die damit verbundenen Kapitalkosten während der Krise unablässig stiegen. Die Nettogewinnquote liegt somit merklicher unter ihrem längerfristigen Durchschnitt und hat sich in den vergangenen zwei Jahren deutlicher nach unten bewegt als die Bruttogewinnquote.

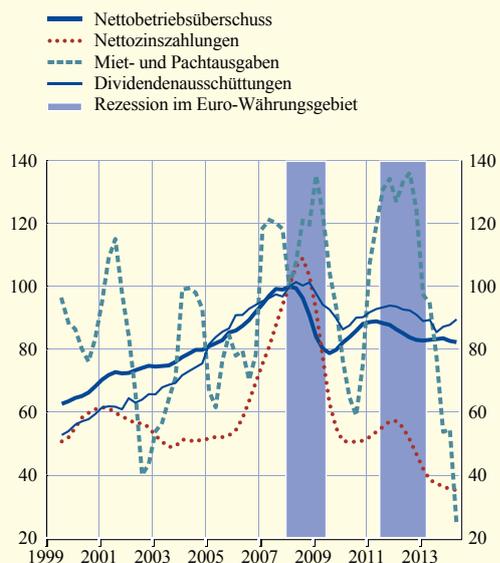
**Die Verringerung der Gewinnquoten kann unterschiedliche Gründe haben.** Einerseits kommt darin zum Ausdruck, dass in dem seit 2008 zumeist schwachen Konjunkturklima weitere Kostenanstiege bei den Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital nicht auf die Verkaufspreise überwältigt werden konnten. Andererseits waren die Gewinnquoten vor der Krise im Jahr 2008 deutlich gestiegen. Es ist somit schwierig, die Entwicklung der Gewinnquoten zu bewerten, da keine verlässliche Messgröße existiert, die ein angemessenes langfristiges Niveau dieser Quoten widerspiegelt.

## Nettounternehmensgewinn und einbehaltene Nettogewinne

**Der Nettounternehmensgewinn und die einbehaltenen Nettogewinne haben sich in den letzten beiden Jahren zurückhaltend, aber weiterhin robuster als der Nettobetriebsüberschuss**

**Abbildung D Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: Nettobetriebsüberschuss und einige Komponenten**

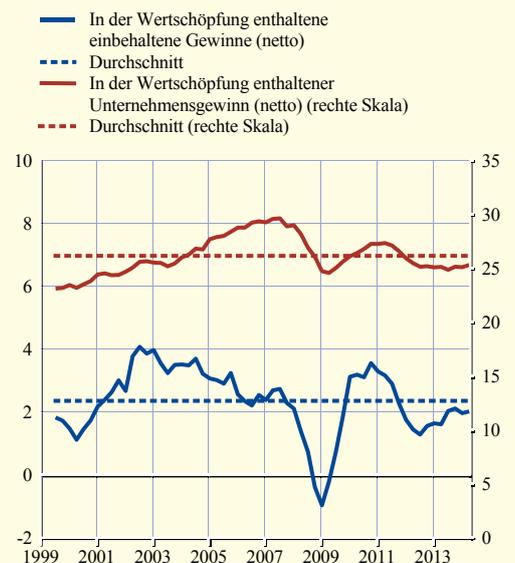
(Index: Q1 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung E Anteil der in der Wertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften enthaltenen Unternehmensgewinne (netto) und einbehaltenen Gewinne (netto)**

(in % der Wertschöpfung; Durchschnitt seit 1999)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**entwickelt.** Der Nettoundernehmensgewinn wird ermittelt, indem vom Nettobetriebsüberschuss die Nettozinsausgaben und die geleisteten Pachtzahlungen abgezogen werden und das zinsunabhängige Vermögenseinkommen (wie Dividenden und Vermögenseinkommen aus Versicherungen) addiert wird. Angesichts der in den letzten Jahren rückläufigen Nettozinsausgaben und geleisteten Pachtzahlungen sowie (in jüngster Zeit) einiger Verbesserungen bei den Nettozinseinnahmen (siehe Abbildung D) hat sich der Nettoundernehmensgewinn besser entwickelt als der Nettobetriebsüberschuss. Vom Nettoundernehmensgewinn müssen die Unternehmen vor allem noch die Einkommen- und Vermögensteuern sowie Dividenden zahlen; die einbehaltenen Nettogewinne (Nettoersparnisse) – eine Kennziffer für das den Unternehmen letztlich noch als zusätzliche Finanzmittel zur Verfügung stehende Einkommen – sind demnach niedriger als der Nettoundernehmensgewinn. Im Gegensatz zu den reinen Kostenkomponenten wie den Nettozinszahlungen stehen Dividendenausschüttungen im Ermessen der Unternehmen, zumindest soweit sie nach wie vor mit den Kurserwartungen der Aktionäre im Einklang stehen. Dividendenzahlungen bieten den Unternehmen daher eine Möglichkeit, Einfluss auf die Höhe ihrer einbehaltenen Nettogewinne zu nehmen.<sup>2</sup> Aufgrund niedrigerer Dividendenausschüttungen sanken die einbehaltenen Nettogewinne weniger stark als der Unternehmensgewinn.

**Die Anteile des Nettoundernehmensgewinns und der einbehaltenen Nettogewinne an der Wertschöpfung haben sich zuletzt stabilisiert oder leicht verbessert.** Dies steht im Gegensatz zu dem fortgesetzten Rückgang der entsprechenden Anteile beim Brutto- und Nettobetriebsüberschuss. Zudem liegen die Anteile des Nettoundernehmensgewinns und der einbehaltenen Nettogewinne leicht unter dem längerfristigen Durchschnitt, nicht aber auf historisch niedrigem Niveau (siehe Abbildung E).

<sup>2</sup> In dieser Hinsicht können einbehaltene Nettogewinne auch Entscheidungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bezüglich der Aufnahme interner oder externer Finanzmittel widerspiegeln, beispielsweise wenn sie mit einem erschwerten Zugang zur Fremdfinanzierung, Druck zum Verschuldungsabbau und der Notwendigkeit von Bilanzkorrekturen konfrontiert sind.

Die relativen Schwankungen der Variablen deuten darauf hin, dass der von den Nettostückgewinnen ausgehende abwärtsgerichtete Preisdruck auf den Wertschöpfungsdeflator im letzten Jahr nicht auf eine weitere Verringerung der einbehaltenen Nettostückgewinne, sondern vielmehr auf sinkende Nettozinszahlungen und Dividendenausschüttungen zurückzuführen ist.

### Schlussbemerkungen

**Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass zwischen den Euro-Ländern eine beträchtliche Heterogenität herrscht, lassen die Angaben für das Eurogebiet insgesamt den Schluss zu, dass sich die Gewinnmargen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften deutlich verringert haben, weil die Gewinne durch den Kostenanstieg bei den Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital im Gefolge der Rezession der Jahre 2008 und 2009 geschmälert wurden.** Hierin spiegeln sich die begrenzten Möglichkeiten der Unternehmen wider, Kostensteigerungen in einem von schwacher Nachfrage und notwendiger Wettbewerbssteigerung geprägten Umfeld auf die Preise überzuwälzen. Die Kostenentwicklung selbst hat sich – zumindest gemessen am Gewinn – angesichts des geringen Produktivitätszuwachses und abwärtsgerichteter Lohnrigiditäten nach oben bewegt.

**Die enger gefasste Messgröße des Nettounternehmensgewinns und der einbehaltenen Nettogewinne der Unternehmen entwickelte sich in letzter Zeit robuster als die Nettogewinne.** Dies ist der Fall, weil der Nettounternehmensgewinn durch Kostenverringerungen (z. B. bei den Nettozinsaufwendungen) und die einbehaltenen Nettogewinne durch rückläufige Dividendenausschüttungen gestützt wurden. Andere Rentabilitätsmessgrößen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bestätigen dieses Bild der Gewinnentwicklung. Die Kennziffern der Kapitalrentabilität, z. B. das Verhältnis von Unternehmensgewinn zu Krediten, Anleihen und Eigenkapital ohne Bargeld, liegen aktuell auf einem relativ niedrigen Niveau, lieferten aber erste Hinweise auf eine Verbesserung im Jahr 2014.

## FLEXIBILITÄT IM RAHMEN DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTES

Am 13. Januar 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission eine Mitteilung über die „optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität“ als Beitrag zur Entwicklung eines wachstumsfreundlicheren haushaltspolitischen Kurses im Euro-Währungsgebiet. Diese wird mit sofortiger Wirkung umgesetzt. Dabei werden keine Änderungen an bestehenden Vorschriften vorgenommen; vielmehr wird die Flexibilität der Anwendung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) in drei wichtigen Bereichen – Konjunkturlage, Strukturreformen und öffentliche Investitionen – präzisiert und gleichzeitig erweitert. Der vorliegende Kasten stellt die wesentlichen Punkte der Kommissionsmitteilung vor und befasst sich mit ihren Auswirkungen auf die Haushaltsüberwachung innerhalb des finanzpolitischen Steuerungsrahmens der Europäischen Union.

### Neue Berücksichtigung der Konjunkturlage im präventiven Teil des SWP

Gemäß Artikel 5 Absatz 1 der Verordnung (EG) Nr. 1466/97, welche die Bestimmungen für die der präventiven Komponente des SWP unterliegenden EU-Länder enthält, müssen Mitgliedstaaten, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, eine jährliche Verbesserung ihres strukturellen Finanzierungssaldos um einen Richtwert von 0,5 % des BIP vornehmen. Ferner ist in der Verordnung festgelegt, dass Mitgliedstaaten mit einem Schuldenstand von über 60 % des BIP oder mit ausgeprägten Risiken im Hinblick auf die Tragfähigkeit ihrer Gesamtschulden eine jährliche Verbesserung ihres Struktursaldos von über 0,5 % des BIP herbeiführen müssen. Bei der Beurteilung, ob die Fortschritte eines Landes auf dem Weg zu seinem mittelfristigen Haushaltsziel angemessen sind, bewerten der Rat und die Kommission, „ob in Zeiten guter wirtschaftlicher Entwicklung stärkere Anpassungsanstrengungen unternommen werden, während die Anstrengungen in Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung geringer ausfallen könnten“.

Die Kommissionsmitteilung enthält eine Definition für „Zeiten guter wirtschaftlicher Entwicklung“ sowie eine verfeinerte Untergliederung der Phasen, in denen die wirtschaftliche Entwicklung schlechter als in „normalen Zeiten“ verläuft. Dabei werden „schlechte Zeiten“, „sehr schlechte Zeiten“ und „außergewöhnlich schlechte Zeiten“ unterschieden.<sup>1</sup> In einer entsprechenden Matrix werden die von den Ländern geforderten Haushaltsanpassungen in Abhängigkeit von Produktionslücke und Wirtschaftswachstum festgelegt, wobei danach unterschieden wird, ob die Staatsschuldenquote unter oder über 60 % liegt.<sup>2</sup> Gemäß dieser Matrix wird von Ländern, die sich aufgrund eines negativen Wachstums oder einer Produktionslücke von unter -4 % des BIP definitionsgemäß „außergewöhnlich schlechten Zeiten“ gegenübersehen, ungeachtet der Höhe ihres Schuldenstands, keine Haushaltskonsolidierung verlangt (was einer Freistellung gleichkommt). Weiterhin reduziert sich die geforderte strukturelle Anpassung in „sehr schlechten Zeiten“, d. h., wenn die Produktionslücke zwischen -3 % des BIP und -4 % des BIP liegt,

1 Die Kommissionsmitteilung enthält allerdings keine Definition für einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung und konkretisiert somit nicht die Bedingungen, unter denen die allgemeine Ausnahme (siehe Artikel 5 Absatz 1 der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 und Artikel 3 Absatz 5 der Verordnung (EG) Nr. 1467/97) greift, wonach die strukturelle Anpassung im Rahmen der präventiven und korrektiven Komponente des SWP bei einem schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung im Euro-Währungsgebiet oder in der EU insgesamt ausgesetzt werden darf, solange hierdurch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht gefährdet wird.

2 Im Rahmen der Matrix wird bewertet, ob sich die wirtschaftliche Lage verbessert oder verschlechtert, indem erfasst wird, ob das reale BIP über oder unter der Potenzialwachstumsrate des betreffenden Mitgliedstaates liegt.

auf 0 % des BIP für Länder mit einer Schuldenquote von unter 60 % und auf 0,25 % des BIP für jene mit einer Schuldenquote von über 60 %. Im Rahmen des Europäischen Semesters 2014 wurden diese Ländergruppen angehalten, eine Konsolidierung von 0,1 % des BIP bzw. 0,5 % des BIP zu erreichen. In „normalen Zeiten“, also bei einer Produktionslücke von -1,5 % des BIP bis 1,5 % des BIP, beträgt die geforderte strukturelle Anpassung 0,5 % des BIP für Länder mit einer Schuldenquote von unter 60 %; für Mitgliedstaaten mit einer Schuldenquote von über 60 % liegt sie bei über 0,5 % des BIP. In „guten Zeiten“, d. h. bei einer Produktionslücke von über 1,5 % des BIP, grundsätzlich steigt die Anforderung für die strukturelle Anpassung von Ländern mit einer Schuldenquote von weniger bzw. mehr als 60 % schrittweise auf über 0,75 % des BIP bzw. über 1 % des BIP an. In dieser Hinsicht entfernt sich die Kommissionsmitteilung von den Bestimmungen des bestehenden Verhaltenskodex des SWP. Dieser besagt, dass unter wirtschaftlich guten Zeiten grundsätzlich solche Phasen zu verstehen sind, in denen die Produktion ihren Potenzialwert übersteigt, d. h. die Produktionslücke positiv und größer als null ist. Der Vergleich mit den Konsolidierungsanforderungen, die im Rahmen der Prüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2015 festgelegt wurden, zeigt, dass beispielsweise die von Italien im Rahmen des präventiven Teils des SWP zu fordernde strukturelle Anpassung auf 0,25 % des BIP halbiert werden müsste; die Einhaltung der Schuldenregel stellt dabei eine verbindliche Anforderung des SWP dar.

**Allerdings handelt es sich bei der Produktionslücke, die für die Bestimmung der Anpassungsanforderungen nach der neuen Entscheidungsmatrix maßgeblich ist, um eine nicht beobachtbare Variable, die im Zeitablauf erheblichen Revisionen unterliegt.** Betrachtet man die Entwicklung der Vergangenheit, ergibt sich für den Zeitraum 2003-2013 in Echtzeit eine negative Verzerrung der Produktionslücke im Umfang von 1 % des BIP.<sup>3</sup> Insbesondere die Aufschwungsphase 2006-2007 wurde auf Basis der damaligen Echtzeitdaten nicht als Zeitraum mit einer günstigen Konjunktorentwicklung identifiziert. Es ist somit denkbar, dass die mithilfe der neuen Matrix festgelegte, sich auf Echtzeitdaten stützende Anpassungsanforderung zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels niedriger ausfällt als die durch Ex-post-Daten gebotene Konsolidierung. Hierdurch könnte das Ziel des präventiven Teils des SWP, in wirtschaftlich guten Zeiten vorzusorgen, gefährdet werden.

### Berücksichtigung von Strukturreformen

**Nach Artikel 5 Absatz 1 der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 dürfen Länder vom Anpassungspfad in Richtung auf ihr mittelfristiges Haushaltsziel abweichen, wenn sie größere Strukturreformen durchgeführt haben, welche die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern.** Der Verhaltenskodex des SWP führt Beispiele umfassender Gesundheits-, Renten- und Arbeitsmarktreformen an, macht aber auch deutlich, dass nur größere Reformen mit direkten langfristigen positiven Effekten auf den Haushalt und nachprüfbar positiven Auswirkungen auf die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen berücksichtigt werden. Des Weiteren ist nach dem Verhaltenskodex nur die Betrachtung bereits verabschiedeter Reformen vorgesehen. Entgegen den Vorgaben des Kodex können der Kommissionsmitteilung zufolge Reformen nun auch „ex ante“ einbezogen werden, wenn der betreffende Mitgliedstaat einen eigens ausgearbeiteten Strukturreformplan vorlegt. Dieser sollte einen Zeitplan für die Annahme und Durchführung der Reformen beinhalten. Da es keine Methodik für die einheitliche

<sup>3</sup> Siehe auch C. Kamps, N. Leiner-Killinger, D. Sondermann, R. De Stefani und R. Ruffer, The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 157, November 2014.

länderübergreifende Messung der von Strukturreformen ausgehenden Haushaltsbelastungen im Zeitverlauf gibt, will die Kommission den Ländern eine Lockerung ihres haushaltspolitischen Kurses zum Zweck der Umsetzung struktureller Reformen zugestehen, indem sie eine Abweichung von ihrem Anpassungspfad in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels von bis zu 0,5 % des BIP für bis zu vier Jahre gestattet. In diesem Zusammenhang wäre die Entwicklung einer Methodik zur Quantifizierung der mit solchen Reformen einhergehenden kurzfristigen Haushaltsbelastungen nützlich, die etwaige Zugeständnisse an klar bezifferte Kosten koppelt, zumal nicht alle Strukturreformen eine Haushaltsbelastung mit sich bringen.

Im Rahmen der korrektiven Komponente des SWP, d. h. des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, wird die Kommission in ihrer Empfehlung zur Einleitung eines Defizitverfahrens bzw. bei der Festlegung oder Verlängerung einer entsprechenden Korrekturfrist das Vorhandensein eines eigens ausgearbeiteten Strukturreformplans als einschlägigen Faktor betrachten. Dieser Plan muss genaue, nachprüfbare Informationen sowie überzeugende Zeitpläne für die Annahme und Durchführung der Reformen enthalten. Hervorzuheben ist die Klarstellung der Kommission, dass Strukturreformen und das Ergreifen wirksamer Maßnahmen nicht gegeneinander aufgerechnet werden können; d. h., die im Defizitverfahren befindlichen Länder sind weiterhin zur Erreichung ihrer Konsolidierungsziele verpflichtet.

### **Berücksichtigung öffentlicher Investitionen**

**In der Kommissionsmitteilung wird die „Investitionsklausel“ neu festgelegt;** diese wurde in den Jahren 2013 und 2014 angewendet, für 2015 aber ausgesetzt. Sie erlaubt Staaten, die dem präventiven Teil des SWP unterliegen, mit Blick auf zusätzliche öffentliche Investitionen eine vorübergehende Abweichung von ihrem Anpassungspfad zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels. Die Europäische Kommission führte die Investitionsklausel 2013 ein, indem sie öffentliche Investitionen der oben erwähnten SWP-Klausel „größerer Strukturreformen“ zuordnete. Dieser Schritt war umstritten, da sich öffentliche Investitionen ihrem Wesen nach von strukturellen Reformen unterscheiden. Die Klausel erstreckt sich nun auch auf vermögenswirksame Ausgaben für von der EU kofinanzierte Vorhaben und Projekte wie die Struktur- und Kohäsionspolitik, das Transeuropäische Netz und die Fazilität „Connecting Europe“ sowie den neu eingerichteten Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFSI).<sup>4</sup> Während die Aktivierung der alten Investitionsklausel noch an die Bedingung einer negativen wirtschaftlichen Entwicklung in der gesamten EU geknüpft war (d. h. negatives BIP-Wachstum bei negativer oder prognostizierter erheblich negativer Produktionslücke auf EU-Ebene), kann sich ein Mitgliedstaat nun unter Zugrundelegung der nationalen Wirtschaftslage (negatives BIP-Wachstum oder Produktionslücke unter -1,5 % des BIP) auf die neue Klausel berufen. Wie zuvor muss ein Mitgliedstaat dabei einen Sicherheitsabstand zur Defizitobergrenze von 3 % des BIP gewährleisten. Auf eine wichtige Bestimmung der alten Investitionsklausel wurde verzichtet: Es findet sich kein Verweis mehr auf die Einhaltung der Schuldenregel. Im Frühjahr 2014 hatte die Europäische Kommission Italiens Antrag auf die Aktivierung der Investitionsklausel noch mit der Begründung abgelehnt, die Einhaltung der Schuldenregel sei nicht sichergestellt.

<sup>4</sup> Kapitaleinzahlungen zur Errichtung des EFSI werden nicht defizitwirksam sein, sich aber (wie im Fall der finanziellen Beiträge zum ESM) auf den Schuldenstand auswirken, wenn sie über die staatliche Kreditaufnahme finanziert werden. Diesem Umstand dürfte durch die Berücksichtigung einschlägiger Faktoren nach den Bestimmungen des Defizitverfahrens Rechnung getragen werden.

### Bedeutung für die Haushaltsüberwachung in der EU

**Die Kommissionsmitteilung hat vor allem Auswirkungen auf die Umsetzung des präventiven Teils des SWP.** So kann die Reduzierung der Anforderungen hinsichtlich struktureller Anpassungen ein recht erhebliches Ausmaß erreichen, da die Länder kumuliert alle drei Bestimmungen in Anspruch nehmen können. Zwar sollte die Flexibilität des SWP dahingehend genutzt werden, eine Beeinträchtigung der Konjunktererholung durch die Haushaltspolitik zu vermeiden und Strukturreformen zu unterstützen. Gleichwohl muss sie sorgfältig kalibriert werden, um nicht die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung und damit die Glaubwürdigkeit des SWP sowie dessen einheitliche Anwendung in den einzelnen Ländern und im Zeitverlauf zu untergraben. Vor diesem Hintergrund steigt durch die Verringerung der Anpassungsanforderungen auch für hochverschuldete Staaten die Gefahr, dass Widersprüche zu den Bestimmungen der Schuldenregel entstehen. Um die Fehler des Vorkrisenregelwerks nicht zu wiederholen, darf die Schuldenregel – eine der wichtigsten Lehren aus der Krise – nicht vernachlässigt werden. Des Weiteren besteht Bedarf an einem eindeutigen methodischen Rahmen zur Erfassung der aus Strukturreformen resultierenden Haushaltsbelastungen. Hierbei ist es wichtig, dass eine solche Methodik nur tatsächlich umgesetzte Strukturreformen berücksichtigt.

## AUFSATZ

# LEBENSMITTELPREISE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET: ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG DISAGGREGIERTER PREISDATEN

*Im vorliegenden Aufsatz werden das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes und die für die Unterschiede im Preisniveau in den einzelnen Ländern des Eurogebiets maßgeblichen Faktoren untersucht; herangezogen werden hierzu die wichtigsten Erkenntnisse, die eine Gruppe von Wirtschaftsexperten des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) im Rahmen ihrer Untersuchung eines einheitlichen disaggregierten Datensatzes mit Lebensmittelpreisen in den verschiedenen Mitgliedstaaten des Euroraums gewonnen hat.*

*Die Ergebnisse zeigen, dass es zu deutlichen Grenzeffekten kommt, da die Preise von Land zu Land deutlich stärker variieren als innerhalb der einzelnen Länder. Hinsichtlich der Bestimmungsfaktoren der zwischen den einzelnen Staaten bestehenden Unterschiede im Preisniveau liegen starke Hinweise auf eine Marktsegmentierung vor. Es wird klar, dass sich neben dem Verbraucherverhalten auch strukturelle Merkmale, vor allem die Wettbewerbssituation auf der Erzeugerebene und im Einzelhandel, auf die Preise und die Preisdispersion auswirken. Die Analyse beleuchtet auch andere Aspekte, die zum Verständnis der innerhalb eines Landes und länderübergreifend auftretenden Inflationsdynamik beitragen, z. B. die vom Auftauchen neuer Produkte und Einzelhandelsgeschäfte ausgehenden potenziellen Auswirkungen auf die Inflationsmessung.*

*Insgesamt macht die Studie deutlich, dass weitere Reformanstrengungen, die den Zugang zu und die Situation an den Warenmärkten und in der Absatzwirtschaft verbessern, zu einer Vertiefung des Gemeinsamen Marktes beitragen würden.*

## I. EINLEITUNG UND HINTERGRUND

**Dieser auf einem neu konzipierten Datensatz mit Lebensmittelpreisen im Euroraum basierende Aufsatz knüpft an den vom Eurosystem erstellten Structural Issues Report (SIR) 2011 mit dem Titel: „Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area“ an.<sup>1</sup>** Im genannten Bericht wurde die Rolle der Absatzwirtschaft als wichtigste Schnittstelle zwischen den Erzeugern von Konsumgütern und den Verbrauchern erörtert. In dem Bericht wurden die strukturellen Merkmale – insbesondere die Wettbewerbsintensität sowie aufsichtsrechtliche Aspekte – der Absatzwirtschaft (d. h. des Groß- und Einzelhandels) und deren Einfluss auf die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet untersucht. Eine wesentliche Erkenntnis dieser Studie war, dass es innerhalb des Euroraums ein hohes Maß an Preisdispersion gab und Hinweise auf einen „Grenzeffekt“ zwischen den Euro-Ländern vorlagen, d. h., die Preise variierten von Land zu Land stärker als innerhalb eines Landes.

**Der SIR 2011 kam zu dem Ergebnis, dass es ausreichend Spielraum für eine weitere Verbesserung des Gemeinsamen Marktes gab und dass weitere Fortschritte bei der Steigerung des effektiven Wettbewerbs in der Absatzwirtschaft dazu beitragen könnten, die Preisunterschiede zu verringern; allerdings konnte eine Reihe von wesentlichen Punkten im Bericht nicht erschöpfend behandelt werden, da keine geeigneten Daten verfügbar waren.** Erstens schienen die Ergebnisse zwar das kontinuierliche Vorliegen starker Grenzeffekte zu bestätigen, doch handelte es sich um eine indirekte Analyse. Zweitens konnte – obschon zwischen einer Häufung von Einzelhandelsgeschäften und der Preisentwicklung ein gewisser Zusammenhang bestand – nicht untersucht werden, wie sich diese Häufung auf das Preisniveau auswirkte. Drittens konnte im Bericht zwar das Aufkommen von

<sup>1</sup> Siehe Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 128, September 2011. Siehe auch EZB, Strukturmerkmale der Absatzwirtschaft und ihre Auswirkungen auf die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2011.

Discountern und Eigenmarken dokumentiert werden, jedoch gelang es nicht, mögliche Einflüsse dieser strukturellen Veränderungen auf die Inflationsmessung auszumachen.

**Im vorliegenden Aufsatz wird ein proprietärer disaggregierter Datensatz mit Lebensmittelpreisen<sup>2</sup> herangezogen, um einigen dieser wichtigen Fragen nachzugehen.** Ziel des Aufsatzes ist vor allem: a) ein besseres Verständnis der stilisierten Strukturmerkmale der Lebensmittelpreise im Euroraum, b) die Untersuchung und Quantifizierung des Ausmaßes an Preisdispersion und der Größenordnung der Grenzeffekte innerhalb des Eurogebiets, c) die Untersuchung der für die länderübergreifenden Unterschiede im Preisniveau maßgeblichen Faktoren und hier vor allem der Rolle des Wettbewerbs und d) die Lieferung einiger Hinweise auf mögliche Auswirkungen der strukturellen Entwicklung in der Absatzwirtschaft auf die Inflationsmessung.<sup>3</sup> Zunächst erfolgt eine Beschreibung des Datensatzes, danach werden einige mögliche Bestimmungsgrößen der zwischen den Euro-Ländern bestehenden Unterschiede im Preisniveau beleuchtet. Ebenso wird der potenzielle Einfluss der Entstehung von Eigenmarken und Strukturverschiebungen bei den Geschäftstypen auf die Messung der HVPI-Inflation untersucht. Ferner beschäftigt sich der Aufsatz damit, wie veränderte Mehrwertsteuersätze auf die Verbraucherpreise durchwirken.

**Die im vorliegenden Aufsatz verwendeten Daten setzen sich aus 3,5 Mio Beobachtungen zum Preis und zur Menge von im Zeitraum 2009 bis 2011 verkauften Einzelprodukten zusammen und wurden nach einer Reihe verschiedener Kriterien disaggregiert (dazu zählen Länder, Regionen, Produkte, Marken, Packungsgrößen und Geschäftstypen).** Die Preise der einzelnen Produkte werden näherungsweise durch Stückwerte (einschließlich Mehrwertsteuer) ermittelt, d. h., sie werden berechnet als Gesamtverkaufswert innerhalb eines bestimmten Zeitraums dividiert durch die Menge der verkauften Produkte. Die Mengen werden indessen sowohl als Anzahl verkaufter Packungen als auch als äquivalente Einheiten des verkauften Inhalts (Liter, Kilo usw.) angegeben.<sup>4</sup> Die Qualität der Daten liegt in ihrer Vielschichtigkeit: Sie decken 13 Euro-Länder<sup>5</sup> – für die wiederum 70 Regionen und etwa zehn Geschäftstypen identifiziert werden können – sowie 45 Produktkategorien<sup>6</sup> ab, wobei Detailangaben zu vier Marken je Produktkategorie, drei Lagereinheiten je Marke und Angaben zu Eigenmarkenaggregaten gemacht werden. Der Zeitraum der Stichprobe erstreckt sich von 2009 bis 2011; fast alle monatlichen Beobachtungen (98,6 %) betreffen die 37 Monate von November 2008 bis November 2011. Obschon der Datensatz umfangreich und komplex ist und eine allgemeine Abdeckungsrate von schätzungsweise rund 75 % bis 85 % des Marktes aufweist, ist er unbalanciert, d. h., nicht über alle Kriterien hinweg sind sämtliche Angaben verfügbar.<sup>7</sup> Die Daten gelten als repräsentativ, da sie nach Berücksichtigung der Packungsgröße stark sowohl mit den detaillierten VPI-Angaben des jeweiligen Landes als auch den detaillierten Daten zu den Kaufkraftparitäten (KKP) von Eurostat übereinstimmen.

- 2 Die proprietären Daten stammen von Nielsen, einem internationalen Marktinformations- und -bewertungsdienst. Die Daten wurden zumeist mithilfe von Barcode-Scannern erhoben.
- 3 Um das länderspezifische Fachwissen nutzen zu können, wurde ESZB-übergreifend eine Gruppe von Wirtschaftsexperten damit beauftragt, den Datensatz auszuwerten. Der vorliegende Aufsatz basiert auf den Arbeiten und Erkenntnissen dieser Gruppe.
- 4 Die Preise ohne Mehrwertsteuer wurden anhand von Angaben zu den für jede Produktkategorie in jedem Land geltenden Mehrwertsteuersätzen berechnet.
- 5 Die erfassten Länder sind: Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien und die Slowakei (d. h. sämtliche Länder des Eurogebiets außer Zypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta und Finnland).
- 6 1) Fruchtsaft, 2) Allzweckreiniger, 3) Spülmaschinenpulver, 4) Babynahrung, 5) Bier, 6) Brühe/Bouillon, 7) Butter, 8) kohlenstoffhaltige Erfrischungsgetränke, 9) Katzenfutter, 10) verzehrfertige Zerealien, 11) Kaugummi, 12) Schokolade, 13) Zigaretten, 14) Kaffeepulver, 15) Instantkaffee, 16) Kondome, 17) Deodorant, 18) Windeln, 19) Hundefutter, 20) Weichspüler, 21) Tiefkühlfisch, 22) Speiseeis, 23) Erdbeermarmelade, 24) Waschmittel, 25) Margarine, 26) Frischmilch, 27) Trinkmilch (ultraheiß), 28) Olivenöl, 29) Slipenlagen, 30) Küchenpapier, 31) Teigwaren/Spaghetti, 32) Tiefkühlerbsen, 33) Dosenersens, 34) Reis, 35) Shampoo, 36) Rasiermittel, 37) Zucker, 38) Toilettenpapier, 39) Zahnpasta, 40) Dosentunfisch, 41) Wodka, 42) kohlenstoffhaltiges Wasser, 43) stilles Wasser, 44) Suppen, 45) Whiskey.
- 7 Dies spiegelt die Tatsache wider, dass die herangezogenen Daten von den nationalen Stellen stammen, die ihre Daten auf unterschiedliche Weise übermitteln. Beispielsweise melden einige Länder für einige Produktkategorien keine Regionen oder äquivalente Daten.

## 2. DISPERSION DER LEBENSMITTELPREISE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET INNERHALB EINES LANDES UND ZWISCHEN DEN LÄNDERN<sup>8</sup>

Zwar liegt eine gewisse empirische Evidenz dafür vor, dass sich die Preisdispersion im Eurogebiet über einen längeren Zeitraum hinweg verringert hat,<sup>9</sup> aber im Berichtszeitraum (2009 bis 2011) waren die Preisunterschiede für eine Reihe von Waren weiterhin beträchtlich, und es konnte nur eine begrenzte Konvergenz nachgewiesen werden (siehe Kasten 1).

Abgesehen von ihrer starken Disaggregation sind die hier verwendeten Daten im Rahmen einer Untersuchung der Preisdispersion dahingehend problematisch, dass die jeweiligen Produktkategorien in den einzelnen Ländern äußerst heterogen sind. Die Marken und Spezifikationen der verkauften Waren können sich erheblich voneinander unterscheiden. So weichen beispielsweise die verkauften Reissorten von Land zu Land erheblich voneinander ab (z. B. Fertigreis, Risotto-Reis, Paella-Reis usw.). Bei anderen Produkten hingegen, z. B. Windeln, ist die führende Marke in den meisten Ländern tendenziell dieselbe. Diese Diversität kann verschiedene Ursachen haben, unter anderem a) historisch vorhandene Marken, b) unterschiedliche nationale Vorlieben und c) Gütermarktregelungen, die die Einführung neuer Marken behindern. Zudem decken die verfügbaren Daten lediglich die Zeitspanne von 2009 bis 2011 ab, in der es im Euroraum zu erheblichen wirtschaftlichen Stresssituationen kam. Daher haben die in Kasten 1 aufgeführten spezifischen Preisunterschiede bei einzelnen Waren und Ländern indikativen Charakter. Außerdem stellt der Preis lediglich einen Interessensaspekt der Verbraucher dar; andere relevante Faktoren können zum Beispiel Auswahl, Qualität und Produktneuheiten sein.<sup>10</sup>

8 Für diesen Absatz wurde folgende Literatur herangezogen: A. Reiff und F. Rumler, Within and cross-country price dispersion in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1742, November 2014; D. Kulikov, Law of One Price in the euro area: an empirical investigation using Nielsen disaggregated price data, Working Paper Series der Eesti Pank, 10/2014; P. Petroulas und T. Kosma, Analysing price level differences in the euro area, Working Paper Series der EZB, erscheint demnächst.

9 Siehe auch R. P. Faber und A. C. J. Stokman, A Short History of Price Level Convergence in Europe, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 41, Nr. 2-3, März-April 2009, S. 461-477.

10 Siehe in diesem Zusammenhang die kürzlich (im Oktober 2014) für die Europäische Kommission erstellte Studie mit dem Titel: „Study on the economic impact of modern retail on choice and innovation in the EU food sector“, die untersucht, ob sich eine erhöhte Konzentration (von Nahrungsmittel Einzelhändlern/Nahrungsmittel-Markenherstellern) oder sonstige Faktoren (beispielsweise Art/Größe des Ladengeschäfts, Durchdringung mit Eigenmarken, sozio-demografische Merkmale) auf Auswahl und Produktneuheiten niedergeschlagen haben, die den Verbrauchern in europäischen Ladengeschäften angeboten werden. ([http://ec.europa.eu/competition/sectors/agriculture/overview\\_en.html](http://ec.europa.eu/competition/sectors/agriculture/overview_en.html)).

### Kasten 1

#### PREISUNTERSCHIEDE ZWISCHEN DEN LÄNDERN

Während einerseits erhebliche länderspezifische Unterschiede in Bezug auf das Preisniveau in den verschiedenen Produktkategorien bestehen, gibt es andererseits auch eine Reihe von Gemeinsamkeiten. So enthält der betrachtete Datensatz an Produkten und Ländern zahlreiche Produkte, die in Deutschland, Spanien und den Niederlanden tendenziell günstig, in Belgien, Irland und Griechenland hingegen recht teuer sind (siehe Tabelle). Was die anderen Länder betrifft, so ist die Rangfolge in den verschiedenen Produktkategorien unterschiedlich.

Allerdings gelten bei der Verwendung dieser Datensätze zum Vergleich von länderspezifischen Preisniveaus gewisse Einschränkungen. Erstens werden lediglich Produkte aus den Bereichen Nahrungsmittel sowie Körper- und Gesundheitspflege betrachtet; andere Kategorien wie

## Mittlere Abweichung vom durchschnittlichen Preisniveau des Euro-Währungsgebiets (ohne Mehrwertsteuer)

(in %)

Länder	Alle Produkte einschl. Eigenmarken		Nur Markenwaren	
	2009	2011	2009	2011
BE	4	7	18	19
DE	-20	-20	-11	-10
EE	-21	-20	-13	-12
IE	23	17	35	32
GR	10	5	23	17
ES	-14	-13	-3	-3
FR	-4	-3	3	5
IT	-8	-10	2	0
NL	-21	-21	-15	-15
AT	-15	-11	-5	-3
PT	-23	-22	-11	-11
SI	10	11	13	12
SK	-19	-23	-11	-15

Quellen: Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.  
Anmerkung: Ohne Tabakwaren und Alkohol.

unverarbeitete Nahrungsmittel, Energie, Gebrauchsgüter oder Dienstleistungen sind nicht Gegenstand der Analyse. Zweitens bezieht sich die Untersuchung auf die Jahre 2009 bis 2011. Während des Betrachtungszeitraums wurden in einigen Euro-Ländern Preisänderungen vorgenommen, und auch danach können weitere Anpassungen erfolgt sein. Zu guter Letzt gilt es zu beachten, dass die verschiedenen Geschäftstypen in den einzelnen Ländern zwar recht gleichmäßig verteilt sind, es aber dennoch Unterschiede gibt. Nichtsdestoweniger gelten die festgelegten allgemeinen Merkmale tendenziell für zahlreiche Produktuntergruppen, die als weitgehend vergleichbar angesehen werden können. Gleichzeitig gelten sie auch für einen sehr kleinen Teildatensatz von Produkten, die in den einzelnen Ländern identisch sind.

**Für den Berichtszeitraum ist eine beträchtliche Preisdispersion mit nur geringer Annäherungstendenz zu beobachten.** Wie sehr sich die Stückpreise in den betrachteten Produktbereichen in den verschiedenen Ländern unterscheiden, wird deutlich, wenn man den Median der Stückpreisdifferenz mit dem Durchschnittswert für das Euro-Währungsgebiet im Zeitverlauf vergleicht. Unterdessen zeigt der Median des Stückpreisunterschieds zwischen den einzelnen Ländern nur eine begrenzte Konvergenz. Tatsächlich ist lediglich für Irland, Griechenland und Österreich eine Annäherung des Medians der Preise (ohne Mehrwertsteuer) an den euroraumweiten Durchschnitt zu erkennen. In Irland und Griechenland sind Markenartikel im Vergleich zu den durchschnittlichen Preisen in den Jahren 2009 bis 2011 um zusammengekommen 3 bzw. 6 Prozentpunkte günstiger geworden, wohingegen sie sich in Österreich um insgesamt 2 Prozentpunkte verteuert haben (siehe Tabelle).<sup>1</sup> Dabei ist zu beachten, dass die Preis- und Mengenangaben für Markenware zeigen, dass Irland und Griechenland bei den meisten Produktkategorien die teuersten Länder sind (oder zumindest zu diesen zählen), während das Preisniveau in Deutschland und Spanien mit am niedrigsten ist. Dies steht im Einklang mit den beobachteten Unterschieden zwischen den Merkmalen der Erzeugermärkte. So haben die führenden Markenhersteller in den meisten Produktbereichen in Griechenland und Irland im Schnitt höhere Marktanteile, was mit einer stärkeren Monopolstellung und größeren Preisauflägen einhergeht. Gleichzeitig haben Eigenmarken dort tendenziell geringe Marktanteile. Im Gegensatz dazu scheinen die führenden Markenhersteller in Deutschland und

<sup>1</sup> Indessen weisen beispielsweise Belgien und die Slowakei gegenläufige Tendenzen auf. Darüber hinaus zeigt eine Gegenüberstellung der Stückpreise einschließlich Mehrwertsteuer, dass der Median der Stückpreise für einige Länder nicht länger konvergiert.

**Niedrigster und höchster Stückpreis (ohne Mehrwertsteuer) ausgewählter Produkte von (regional) führenden Marken**



Quellen: Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.  
Anmerkung: Auf der Basis der durchschnittlichen Stückpreise von Markenprodukten führender Hersteller während des Berichtszeitraums. Bei Berücksichtigung der Mehrwertsteuer fallen die Ergebnisse ähnlich aus.

Spanien einen deutlich geringeren und die Eigenmarken einen sehr viel höheren Marktanteil zu haben. Auch das Verbraucherverhalten ist offenbar unterschiedlich: Während griechische und irische Konsumenten eher kleinere Verpackungseinheiten kaufen und in Bezug auf die untersuchten Produkte eine geringere Verbrauchsintensität aufweisen, ist das Konsumverhalten in Deutschland und Spanien gerade umgekehrt. Die möglichen Bestimmungsfaktoren für Preisunterschiede werden in Abschnitt 3 dieses Aufsatzes genauer erörtert.

**Die Preisdispersion bleibt selbst bei Berücksichtigung von Qualitätsunterschieden bestehen.** Um die Auswirkungen von Qualitätsunterschieden auf die Preise zumindest ansatzweise berücksichtigen zu können, werden auch die Stückpreise der führenden Markenhersteller mit

einbezogen. Definitionsgemäß haben die Marktführer in jeder Region tendenziell eine breite Verbraucherbasis und zeichnen sich durch gute Qualität aus. Sie bieten nach Meinung der Konsumenten ein vernünftiges Preis-Leistungs-Verhältnis. Außerdem sind die Hersteller einiger Produktkategorien in mehreren Ländern marktführend und bieten die gleichen Produkte an. Dennoch beträgt die Preisdifferenz (Mittelwert und Median) zwischen den günstigsten und den teuersten Euro-Ländern selbst in diesem Fall 220 % bzw. 181 %. Die Preisunterschiede sind sogar bei einem Vergleich des 25. und 75. Perzentils noch beträchtlich.<sup>2</sup>

**Preisunterschiede legen den Schluss nahe, dass die Märkte fragmentiert sind, da sie sich auf geografisch aggregierte Daten (städtische und ländliche Gebiete) beziehen und somit nicht generell eine einzelne teure oder günstige Region widerspiegeln.** Es wäre plausibler, wenn eine solche Preisdifferenz beispielsweise zwischen einem Geschäft im teuersten Teil einer Großstadt und einem Geschäft in einer weniger vermögenden, eher ländlichen Gegend bestehen würde. Stattdessen gilt allgemein, dass einige Länder unberücksichtigt bleiben, wenn Preise außerhalb des Interquartilsabstands (also außerhalb des 25. bis 75. Perzentils) nicht betrachtet werden. Im Fall von Küchenpapier etwa liegen weder Preise aus Griechenland (dem teuersten Land) noch aus den Niederlanden (dem günstigsten Land) innerhalb des Interquartilsabstands (siehe Abbildung). Für gewisse Produktkategorien ist häufig ein länderspezifisches Preis-Clustering zu beobachten, und zwar unabhängig davon, ob a) der Marktführer in den verschiedenen Regionen innerhalb eines Landes derselbe ist oder b) der Marktführer in den einzelnen Ländern derselbe ist, was ein Hinweis auf eine Marktfragmentierung wäre.

2 Dieses länderspezifische Clustering der Preise könnte auch die Folge möglicher regionaler Angebotsbeschränkungen sein. Zu beachten ist, dass sich die Reihenfolge der Länder (günstigstes bis teuerstes Land) auch bei Berücksichtigung der Mehrwertsteuer insgesamt nicht verändert.

**Trotz der für die Messung der Preisdispersion geltenden Einschränkungen lassen sich mittels des regionalen Kriteriums des Datensatzes robustere Hinweise auf den Grenzeffekt als bislang möglich gewinnen: Die länderübergreifende Dispersion ist merklich höher als die innerhalb eines Landes beobachteten regionalen Unterschiede, was darauf hindeutet, dass im Euro-Währungsgebiet starke Grenzeffekte zum Tragen kommen.** Dieses Ergebnis stützt die indirekte Evidenz von Grenzeffekten, über die im SIR 2011 unter Zugrundelegung von Angaben zur Kaufkraftparität berichtet wurde (ein Vergleich findet sich in Kasten 2). Die Dispersion der Stückpreise wird mithilfe von Variationskoeffizienten untersucht, die als Standardabweichung des Stückpreises eines Produkts gegenüber dem mittleren Stückpreis für dieses Produkt definiert werden. Länderübergreifend ist die Preisdispersion etwa fünf- bis siebenmal höher als innerhalb eines Landes, und zwar unabhängig davon, ob die komplette Warenstichprobe oder verschiedene Teilstichproben mit weitgehend vergleichbaren oder sogar identischen Produkten herangezogen wurden (siehe

**Tabelle 1 Grenzeffekt im Euro-Währungsgebiet (Vergleich der Dispersion der Stückpreise (ohne Mehrwertsteuer) innerhalb eines Landes bzw. zwischen den Ländern) Variationskoeffizienten**

Länder/Produktstichproben	Zwischen den Ländern	Innerhalb eines Landes
EWU 13*, alle Produkte	0,37	0,05
EWU 10**, Markenprodukte	0,28	0,03
EWU 10, Markenprodukte, Marktführer***	0,29	0,06
Identische Produkte	0,20	0,04

Quellen: Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.  
\*EWU 13 umfasst alle in der von Nielsen stammenden Datenstichprobe enthaltenen Länder. \*\*EWU 10 lässt Estland, Slowenien und die Slowakei unberücksichtigt. \*\*\*Marktführer werden definiert als die Marke innerhalb einer Region, die den quantitativ größten Anteil an jeder Produktkategorie aufweist.

Tabelle 1). Bei der im Datensatz erfassten vollständigen Warenstichprobe (einschließlich Eigenmarken) beträgt die durchschnittliche Dispersion der Stückpreise länderübergreifend 37 %, verglichen mit einer durchschnittlichen Preisdispersion von rund 5 % zwischen den einzelnen Regionen eines Landes. Sogar bei einem Satz identischer Produkte lag die durchschnittliche Dispersion der Stückpreise für genau das gleiche Produkt länderübergreifend bei 20 %, verglichen mit 4 % innerhalb eines Landes.

## Kasten 2

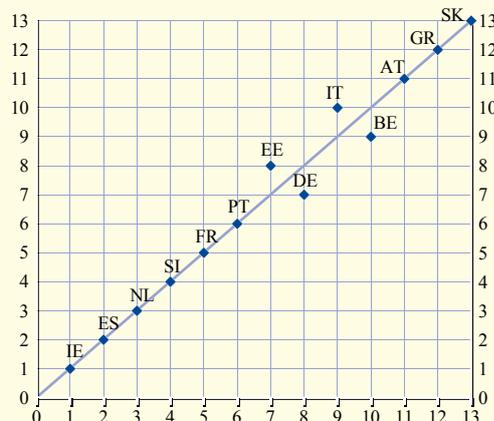
### GRENZEFFEKTE – BELEGE AUS DATEN ZUR KAUFKRAFTPARITÄT

In diesem Kasten werden Hinweise auf Grenzeffekte untersucht, die sich aus der Betrachtung einer anderen Datenquelle ergeben, nämlich aus dem Eurostat-Datensatz zu den Kaufkraftparitäten (KKP). Dabei werden detaillierte Daten auf Produktebene verwendet, die aus sogenannten Quaranta-Tabellen abgeleitet werden. Diese Tabellen dienen der Validierung von Rohdaten zu Preisen sowie der Qualitätssicherung. Das Verfahren bietet drei Vorteile: Erstens veranschaulicht es die Kongruenz mit dem disaggregierten Preisdatensatz, der im Rest des Aufsatzes zugrunde gelegt wird. Zweitens wird dadurch deutlich, dass der im SIR 2011 (der auf Zahlen aus dem Jahr 2009 basiert) dokumentierte Grenzeffekt auch in den aktualisierten Angaben (aus den Jahren 2012 und 2013) vorhanden ist. Drittens schließlich ermöglicht es einen Vergleich mit den gleichen Produktarten (Nahrungsmittel und Getränke) sowie mit anderen Produktgruppen (Haushalt und Garten, z. B. Haushaltsgeräte, Farben, Spielzeug).<sup>1</sup>

Abbildung A Preisrangfolge für verzehrfertige Zerealien (bestimmte Marke)

x-Achse: Rangfolge anhand der Daten zu den Lebensmittelpreisen  
y-Achse: Rangfolge anhand der KKP-Daten

◆ Rangfolge: aufsteigende Preise

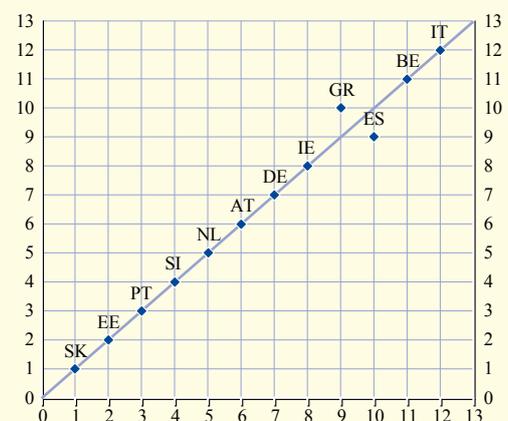


Quellen: Eurostat-Datenbank zu den Kaufkraftparitäten, Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.

Abbildung B Preisrangfolge für Frischmilch

x-Achse: Rangfolge anhand der Daten zu den Lebensmittelpreisen  
y-Achse: Rangfolge anhand der KKP-Daten

◆ Rangfolge: aufsteigende Preise



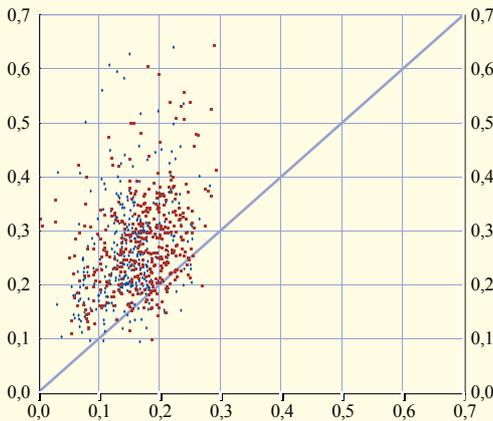
Quellen: Eurostat-Datenbank zu den Kaufkraftparitäten, Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.

<sup>1</sup> Diese Produktkategorien sind ein wichtiger Bestandteil des Warenkorbs der Verbraucher. Nahrungsmittel machen 20 % des gesamten HVPI aus, Haushalts- und Gartenprodukte rund 13 % – das ergibt fast die Hälfte der Komponente Energieerzeugnisse (ohne Energie). Darüber hinaus handelt es sich dabei um stark gehandelte Produktkategorien, die sich gut als Testfälle für die Auswirkungen von Staatsgrenzen eignen.

**Abbildung C Preisdispersion bei Nahrungsmitteln und Getränken innerhalb der Länder und zwischen den Ländern**

x-Achse: innerhalb der Länder (Städte)  
y-Achse: zwischen den Ländern (Städten)

◆ Alle Produkte (2009)  
■ Alle Produkte (2012)

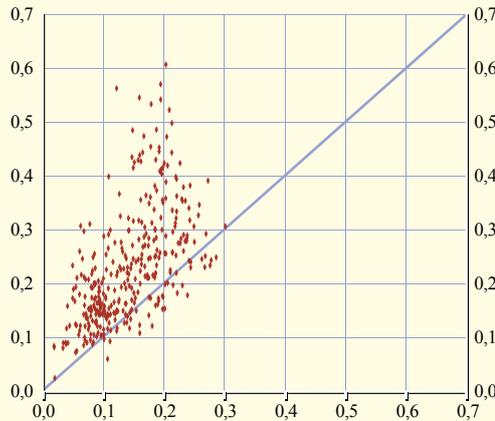


Quellen: Eurostat-Datenbank zu den Kaufkraftparitäten, Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.

**Abbildung D Preisdispersion bei Haushalts- und Gartenprodukten innerhalb der Länder und zwischen den Ländern**

x-Achse: innerhalb der Länder (Städte)  
y-Achse: zwischen den Ländern (Städten)

◆ Alle Produkte (2013)



Quellen: Eurostat-Datenbank zu den Kaufkraftparitäten, Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.

**Trotz beträchtlicher methodischer Unterschiede sind die beiden Datensätze (der Satz zu den disaggregierten Lebensmittelpreisen einerseits und der KKP-Satz andererseits) sehr stark kongruent.** Wenngleich im KKP-Datensatz – mit einigen Ausnahmen – nur Angaben aus Hauptstädten enthalten sind,<sup>2</sup> zeigen Abbildung A und B, dass sich bei zwei ausgewählten Produkttypen (ein bekanntes Markenprodukt verzehrfertiger Zerealien und Frischmilch) in länderübergreifender Betrachtung ein fast identisches Preis-Ranking ergibt wie beim Datensatz disaggregierter Preise, der im Hauptteil dieses Aufsatzes zugrunde gelegt wird. Zwar gibt es gewisse Abweichungen, doch sind diese tendenziell recht klein und könnten auf technische Faktoren wie etwa die Vorlieben für bestimmte Packungsgrößen in den verschiedenen Ländern zurückzuführen sein (Einzelheiten hierzu finden sich in Abschnitt 3 dieses Aufsatzes).

**Der Grenzeffekt, der im SIR 2011 bei Nahrungsmitteln, Getränken und Tabakwaren festgestellt wurde, hat sich kaum verändert.** Abbildung C veranschaulicht die Preisunterschiede innerhalb der einzelnen Länder/Hauptstädte des Eurogebiets sowie zwischen diesen Ländern/Hauptstädten; dabei werden Daten für 400 Einzelprodukte der Bereiche Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren aus den Jahren 2009 und 2012 herangezogen. Der Effekt der Staatsgrenzen tritt deutlich hervor, da die Preisdifferenz zwischen den Ländern fast in allen Fällen größer ist als innerhalb eines Landes. Das gilt auch, wenn nur Markenprodukte betrachtet werden, was eine Berücksichtigung potenzieller Qualitätsunterschiede ermöglicht. Der SIR 2011 hat auch bestätigt, dass diese stärkere grenzüberschreitende Variation nicht nur durch die geografische Entfernung bedingt war. Das zeigt sich daran, dass die Preisdispersion im Fall vier relativ nah beieinander liegender Hauptstädte zwar geringer ist als im Durchschnitt des Euroraums, aber viel höher als zwischen vier großen Städten in Deutschland, die räumlich deutlich weiter voneinander entfernt

<sup>2</sup> Für Deutschland werden die Daten in vier Städten erhoben (Berlin, Bonn, Karlsruhe und München).

sind. Somit scheint sich die These von Reiff und Rumler<sup>3</sup>, dass Entfernung zwar eine Rolle spielt, Grenzen aber noch stärker ins Gewicht fallen, zu bestätigen.

**Die aktualisierten KKP-Daten bekräftigen nicht nur die vorangegangene Analyse in den Bereichen Nahrungsmittel und Getränke, sie geben auch klare Hinweise auf einen Grenzeffekt im Bereich der Haushalts- und Gartenprodukte** (z. B. elektrische Haushaltsgeräte, Farben, Spielzeug), wie aus Abbildung D hervorgeht. Anhand dieser Produkte dürfte sich das Vorhandensein von Grenzeffekten sogar noch besser prüfen lassen, da es sich hierbei tendenziell häufiger um Markenwaren handelt, die Produkte sehr gut handelbar sind (und auch recht stark gehandelt werden) und lokale Vorlieben keinen so großen Einfluss auf die Preise haben dürften, wie dies bei Lebensmitteln der Fall ist. Auch hier bestehen zwischen den Ländern deutlich größere Preisunterschiede als innerhalb eines Landes; das gilt sowohl für alle Produkte zusammengenommen als auch für die ausschließliche Betrachtung von Markenprodukten. Außerdem lassen die Abbildungen für die Beneluxstaaten und deutschen Städte (nicht aufgeführt) in qualitativer Hinsicht ähnliche Schlüsse zu.

**Insgesamt stützt die Analyse des KKP-Datensatzes eindeutig die Ergebnisse der auf Basis disaggregierter Preisdaten durchgeführten Untersuchung.**

3 A. Reiff und F. Rumler, a. a. O.

**Insgesamt deuten die Daten darauf hin, dass a) es länderübergreifend sogar unter Berücksichtigung bestimmter Marken eine beträchtliche Preisdispersion gibt, und b) die Preisdispersion zwischen den Ländern deutlich höher ist als innerhalb eines Landes (d. h., es liegen starke Grenzeffekte vor).**

### 3. BESTIMMUNGSFAKTOREN FÜR DIE UNTERSCHIEDE IM PREISNIVEAU BEI LEBENSMITTELN<sup>11</sup>

**Bis zu einem gewissen Grad lassen sich Preisunterschiede – auch innerhalb eines Landes – durch die Entfernung erklären, aber Landesgrenzen wirken sich noch stärker aus als räumliche Distanz.** Dies lässt sich anhand einer entfernungsbasierten relativen Preisgleichung, die auch Landesgrenzen berücksichtigt, demonstrieren. Das Ergebnis zeigt, dass die relativen Preisunterschiede zunehmen, je weiter zwei Regionen voneinander entfernt sind; es zeigt aber auch, dass an der Staatsgrenze stets ein diskreter, großer Sprung beim relativen Preisunterschied zu beobachten ist. Beispielsweise wird für den Teildatensatz identischer Waren geschätzt, dass die relativen Preise an zwei in demselben Land liegenden Orten, die 100 km voneinander entfernt sind, um durchschnittlich etwa 1 % voneinander abweichen. Im Gegensatz dazu weichen die relativen Preise um ungefähr 19,5 % voneinander ab, wenn zwei Orte 100 km voneinander entfernt und durch eine Landesgrenze getrennt sind. Veränderungen der relativen Preise hängen also auch positiv von der Entfernung ab, d. h. je näher die beiden Orte beieinander liegen, desto stärker ist der preisliche Gleichlauf. Allerdings ist sogar in diesem Fall ein diskreter Preissprung an der Staatsgrenze zu beobachten.

**Die Unterschiede im Preisniveau und die damit zusammenhängenden Grenzeffekte lassen sich zum Teil durch beobachtbare Faktoren erklären.** Hierzu zählen in den einzelnen Ländern unterschiedliche Mehrwertsteuersätze (siehe Kasten 3), Einkommensunterschiede (gemessen als

<sup>11</sup> Für diesen Absatz wurde folgende Literatur herangezogen: A. Reiff und F. Rumler, a. a. O.; P. Petroulas und T. Kosma, a. a. O.; und E. Ciapanna und C. Rondinelli, Retail market structure and consumer prices in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1744, Dezember 2014.

Pro-Kopf-BIP), die regionale Arbeitslosigkeit (gemessen an der Zahl der Erwerbspersonen) und die regionale Bevölkerungsdichte. Allerdings bleibt sogar nach Einbeziehung dieser Faktoren in einer Regression der geschätzte Grenzeffekt beträchtlich.<sup>12</sup>

**Die länderübergreifende Preisdispersion wird möglicherweise auch durch die relative Konjunkturlage beeinflusst.** Bei Regression der Preisdispersion auf einen europäischen Konjunkturindikator, eine Variable, die die Streuung der Konjunkturlage misst, und eine verzögerte abhängige Variable wird deutlich, dass von den konjunkturellen Bedingungen ein wesentlicher Effekt auf die Preisdispersion in Europa ausgeht. Im Einzelnen lassen diese Schätzungen erkennen, dass die Preisdispersion in Europa tendenziell prozyklisch ist – also höher in Aufschwungszeiten und niedriger während eines Abschwungs – und auf konjunkturelle Veränderungen reagiert. Diesbezüglich ist auch der Zeitraum der Untersuchung für die Schätzung des Grenzeffekts von Bedeutung.

12 Ein Grund hierfür mag sein, dass die geschätzten Grenzkoeffizienten nach oben verzerrt sind, da die Preisverteilung von Land zu Land differiert. Unter Verwendung des disaggregierten Datensatzes der Lebensmittelpreise wird geschätzt, dass die grenzüberschreitende Preisdispersion möglicherweise um bis zu 25 % aufgebläht wird, wenn länderübergreifende Unterschiede bei der Preisverteilung nicht berücksichtigt werden. Siehe Y. Gorodnichenko und L. L. Tesar, Border Effect or Country Effect? Seattle May Not Be So Far from Vancouver After All, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 1(1), 2009, S. 219-241.

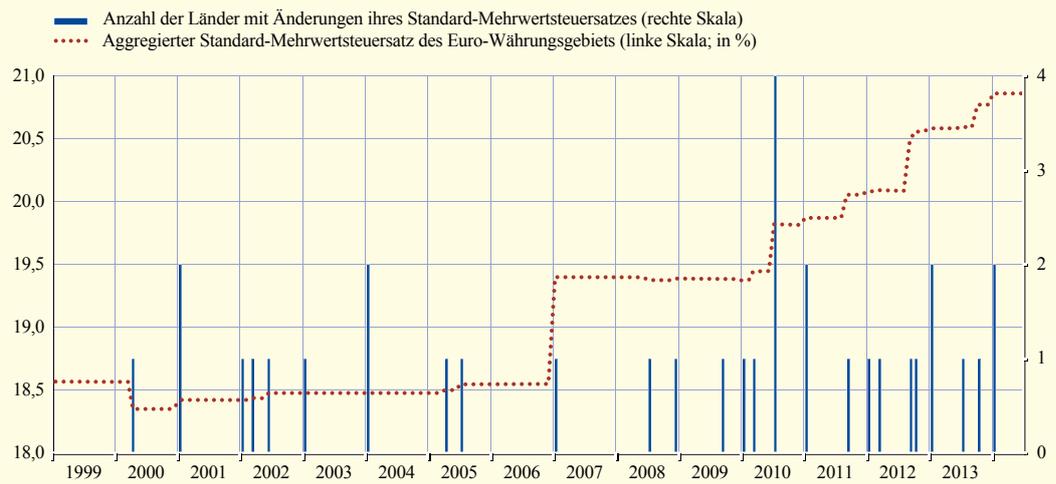
### Kasten 3

#### Die Überwälzung von Mehrwertsteueränderungen auf die Verbraucherpreise<sup>1</sup>

**In Europa spielt die Mehrwertsteuer – angesichts regulärer Sätze, die in den meisten Ländern zwischen 15 % und 25 % liegen – eine bedeutende Rolle für die Verbraucherpreise.<sup>2</sup>** Dies gilt umso mehr, als die Mehrwertsteuersätze in den letzten Jahren, vor allem infolge der Finanzkrise und der Belastungen im Staatshaushalt, aber auch im Zuge der Verlagerung der Steuerlast vom Faktor Arbeit hin zu indirekten Verbrauchsteuern in mehreren Staaten (zumeist nach oben) angepasst worden sind. Wie aus der Abbildung hervorgeht, lag der durchschnittliche Standard-Mehrwertsteuersatz im Euroraum in der Zeit von 1999 bis 2007 ungeachtet einzelner länderspezifischer Veränderungen verhältnismäßig konstant bei rund 18,5 %. Im Januar 2007 machte er mit der Anhebung der deutschen Mehrwertsteuer um 3,0 Prozentpunkte (von 16,0 % auf 19,0 %) einen großen Sprung nach oben, um dann für rund drei Jahre recht stabil bei knapp 19,5 % zu bleiben. Seit Ausbruch der Wirtschaftskrise im Jahr 2008 ist es allerdings zu einer ganzen Reihe von Mehrwertsteueränderungen gekommen, und der aggregierte Standardsatz liegt inzwischen bei über 20,5 % (Stand: 1. Juli 2014). Seit Beginn der Europäischen Währungsunion im Jahr 1999 wurden die Mehrwertsteuersätze etwa dreißigmal geändert – und zwar in zwei Dritteln der Fälle nach Einsetzen der Wirtschaftskrise. Für die geldpolitischen Entscheidungsträger ist es natürlich von Interesse, Art und Ausmaß der Überwälzung dieser Veränderungen auf die Verbraucherpreise zu verstehen.<sup>3</sup>

1 Dieser Beitrag stützt sich auf A. Meyler, VAT pass-through: Is there any value-added in a disaggregated cross-country and cross-product analysis?, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.  
2 Ein praktischer Überblick über die bestehenden Mehrwertsteuersätze in der Europäischen Union und deren Entwicklung im Zeitverlauf findet sich unter [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/vat/how\\_vat\\_works/rates/](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/vat/how_vat_works/rates/) und hier insbesondere in dem Dokument „VAT Rates Applied in the Member States of the European Union“ ([http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/vat/how\\_vat\\_works/rates/vat\\_rates\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf)), das zweimal jährlich (Januar und Juli) aktualisiert wird.  
3 Mehrwertsteuersätze und deren Anpassungen können auch die Unterschiede im Preisniveau der einzelnen Länder beeinflussen (siehe Abschnitt 2 und 3 des Haupttextes). Der Datensatz enthält eine breite Palette von (regulären oder ermäßigten) Mehrwertsteuersätzen für verschiedene Länder und Produkte. Während beispielsweise in Estland und in der Slowakei der reguläre Mehrwertsteuersatz auf nahezu alle im Datensatz enthaltenen Produkte angewandt wird, gilt er in Belgien, Spanien, den Niederlanden und in Slowenien für weniger als 40 % der Erzeugnisse.

## Synthetischer Standard-Mehrwertsteuersatz für das Euro-Währungsgebiet und Anzahl diesbezüglicher Steueränderungen



Quellen: Europäische Kommission und Berechnungen des Eurosystems.

**Die Beurteilung, in welchem Umfang Mehrwertsteueränderungen auf die Preise durchschlagen, stellt – insbesondere, wenn länderspezifische Statistiken im Fokus stehen – eine Herausforderung dar.** Denn in einigen Staaten wurden die Sätze gleich mehrmals und in relativ kurzer Abfolge geändert. Die jüngeren Anpassungen erfolgten überdies in einem diffizilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld, wodurch ihre Auswirkungen möglicherweise schwer von anderweitigen Entwicklungen zu trennen sind. Länderspezifische Untersuchungen zur Weitergabe von Mehrwertsteueränderungen stützen sich grobenteils auf einzelne HVPI-Teilkomponenten mit langjährigen Datenreihen.<sup>4</sup> Ein solcher Ansatz ist im vorliegenden Fall allerdings nicht möglich, da die verwendete Datenstichprobe nicht weit genug zurückreicht. Erschwerend kommt hinzu, dass sich Preisänderungen auch aus anderen Gründen, die nicht in Zusammenhang mit der Mehrwertsteuerentwicklung stehen, ergeben können. Hierzu geht aus Untersuchungen des Eurosystem Inflation Persistence Network hervor, dass sich Preise im Schnitt zwar relativ selten verändern, doch wenn sie es tun, dann tendenziell in großen Sprüngen von durchschnittlich rund 10 % (sowohl nach oben als auch nach unten).<sup>5</sup> In Anbetracht dessen ist es nicht einfach, die sich in einer Größenordnung von 0,5 bis 2,0 Prozentpunkten bewegendene Effekte von Mehrwertsteueränderungen zu ermitteln.

**Ein alternativer Ansatz zur Schätzung der Transmission von Mehrwertsteueranpassungen ist die sogenannte „Difference-in-Differences“-Methode, bei der man sich zusätzliche länderspezifische wie auch auf die einzelnen Produktkategorien bezogene Informationen aus dem Datensatz zunutze macht.** Das heißt, Unterschiede bei der Preisentwicklung zwischen „betroffenen“ Gruppen (Produkten oder Ländern mit geändertem Mehrwertsteuersatz) und den „Kontrollgruppen“ (Produkten oder Ländern ohne Mehrwertsteueranpassung) werden analysiert,

4 Siehe z. B. Banco de España, A preliminary assessment of the effect on inflation of the increase in value added tax rates, Quarterly Report on the Spanish Economy, Economic Bulletin, Kasten 4, Oktober 2010, sowie N. Karabalis und E. Koutelis, Indirect tax increases and their impact on inflation in 2010-2012, Bank of Greece, Economic Bulletin, Nr. 38, 2013, S. 7-20, und M. Doliak, Dopad januárového zvýšenia DPH na spotrebiteľské ceny (Auswirkungen der im Januar erfolgten Mehrwertsteuererhöhung auf die Verbraucherpreise), in: BIATEC (Banking Journal), Ročník 19, Nr. 7, Národná banka Slovenska, September 2011.

5 Siehe Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 46, Juni 2006.

um die Auswirkungen einer Steueränderung zu schätzen.<sup>6</sup> Der Stichprobenzeitraum des Datensatzes macht die Analyse der Mehrwertsteueränderungen in sechs Ländern (Estland, Griechenland, Irland, Spanien, Portugal und der Slowakei) möglich.

**Die Ergebnisse deuten im Schnitt darauf hin, dass eine Mehrwertsteueranpassung zu rund einem Drittel bis zur Hälfte noch im Monat des Inkrafttretens weitergegeben wird.** Somit dürften die Mehrwertsteueränderungen angesichts der Wirtschaftskrise und eines verschärften Wettbewerbs zum Teil durch die Gewinnmargen aufgefangen worden sein. Die Schätzergebnisse deuten auch darauf hin, dass unter Markenartikeln die Überwälzung der geänderten Mehrwertsteuersätze beim Marktführer am geringsten ausfällt. Diese Ergebnisse stehen weitgehend im Einklang mit den theoretischen Erwartungen, wonach sich Unternehmen mit niedrigeren Gewinnspannen gezwungen sehen, preisliche Änderungen an die Verbraucher weiterzugeben, wohingegen Unternehmen mit einer gewissen Monopolstellung mitunter in der Lage sind, diese teilweise aufzufangen.<sup>7</sup>

**Die auf der Auswertung länder- und produktübergreifender Informationen basierte Analyse der Transmission von Mehrwertsteueranpassungen hat – trotz der vergleichsweise geringen Genauigkeit und hohen Unsicherheit der Einzelschätzungen, die es zu berücksichtigen gilt – durchaus zu gewissen Erkenntnissen mit Blick auf die Preise für Nahrungsmittel und Körperpflegeprodukte geführt.** Um diese auf andere Kategorien (z. B. Dienstleistungspreise) übertragen zu können, wäre eine systematischere Verfügbarkeit von Verbraucherpreisdaten auf der Mikroebene hilfreich.

6 Ein Beispiel für die Anwendung der genannten Methode auf der Grundlage dieser Daten findet sich bei J. Meriküll und T. Rööm, One currency, one price? Euro changeover-related inflation in Estonia, Working Paper Series der EZB, Nr. 1732, September 2014.

7 Eine ausführlichere Erörterung findet sich bei D. Fullerton und G. E. Metcalf, Tax Incidence, in: Alan J. Auerbach und Martin Feldstein (Hrsg.), Handbook of Public Economics, Bd. 4, Amsterdam, Elsevier, 2002.

**Dennoch ist die allgemeine Schlussfolgerung, dass beträchtliche Grenzeffekte innerhalb der Währungsunion vorliegen, robust, wenn die Entfernung, die unterschiedliche Verteilung einzelner Preise sowie die jeweilige Konjunkturlage in den einzelnen Ländern berücksichtigt werden.**

**Erklären lassen sich die anhaltenden Unterschiede im Preisniveau in den einzelnen Ländern möglicherweise auch durch die Marktsegmentierung (d. h. die Preisdiskriminierung), die mit der unterschiedlichen Konzentration im Einzelhandel, dem Wettbewerb zwischen den Erzeugern, der Verteilung der Verhandlungsmacht zwischen Erzeugern und Einzelhandel, verschiedenartigen Verbrauchergewohnheiten und unterschiedlichen Kosten vor Ort (z. B. Löhne und Mieten) zusammenhängen dürfte.**

**Die Struktur des Einzelhandels kann auf das Preisniveau einwirken, wenn auch auf komplexe Weise.** Einerseits ist eine stärkere Konzentration (bzw. ein geringerer Wettbewerb) im Einzelhandel, die „nachgelagert“ oder näher am Verbraucher stattfindet – d. h. auf Ebene der Ladengeschäfte und der Muttergesellschaft – mit höheren Preisen verbunden. Andererseits geht eine höhere Konzentration im Einzelhandel, die „vorgelagert“ oder näher am Erzeuger stattfindet – d. h. auf Ebene der Einkaufsgemeinschaften – mit niedrigeren Preisen einher.<sup>13, 14</sup> Ob die nach- oder die vorgelagerten Effekte dominieren, ist weitgehend eine empirische Frage. Ein statistisch

13 Eine Einkaufsgenossenschaft ist ein Zusammenschluss von Einzelhändlern, der die Verhandlungsmacht der einzelnen Mitglieder bündelt, um Waren zu besseren Preisen kaufen zu können, als dies bei Einzelverhandlungen möglich wäre.

14 Siehe E. Ciapanna und F. Colonna, The effect of retail sector concentration on prices and SME performance in Italy, 2011, mimeo.

signifikanter Aufwärtseinfluss auf die Preise infolge einer erhöhten Konzentration (eines niedrigeren Wettbewerbs) auf Ebene der Muttergesellschaft lässt sich durch Regression des Preisniveaus auf regionale Konzentrationsindizes beobachten.<sup>15</sup> Hinweise auf einen abwärtsgerichteten Einfluss auf die Preise aufgrund einer höheren Konzentration auf Ebene der Einkaufsgenossenschaften hingegen erweisen sich über die Produktkategorien hinweg als nicht robust. Insgesamt legen die Ergebnisse den Schluss nahe, dass ein geringerer regionaler Wettbewerb (eine höhere Konzentration) auf Ebene der Muttergesellschaft mit höheren Preisen assoziiert wird.

**Die Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass sich geeignete wettbewerbsfördernde Maßnahmen (z. B. der Abbau von Bebauungsregelungen, Beschränkungen bei der Verkaufsfläche im Einzelhandel oder bevölkerungsbezogenen Beschränkungen) aufgrund von Preissenkungen als verbraucherfreundlich erweisen könnten.**

**Da die für Preisunterschiede maßgeblichen Faktoren sowohl die Mikroökonomie (Marktstruktur, Verbraucherverhalten) als auch die Makroökonomie (Konjunkturlage) betreffen, gilt es, zugleich möglichst viele Faktoren vollständig zu berücksichtigen.** Dies geschieht, indem die relativen Preise auf mögliche erklärende Variablen, die in vier Hauptkategorien unterteilt sind, regressiert werden.<sup>16</sup>

1. Wettbewerb am Erzeugermarkt, der anhand folgender Punkte gemessen wird: a) am relativen quantitativen Anteil des Marktführers, der als relative Messgröße der Monopolstellung gelten kann, b) am relativen quantitativen Anteil sonstiger, nicht zu den Marktführern zählender Marken, und c) am relativen quantitativen Anteil von Eigenmarken.
2. Verhalten der Verbraucher, das anhand folgender Punkte gemessen wird: a) Konsumintensität, die anhand der Anzahl der in einem Monat je Person an einem Standort verkauften Stücke berechnet wird,<sup>17</sup> und b) Kostenindifferenz der Verbraucher, gemessen anhand der durchschnittlichen Packungsgröße (zwar besteht zwischen Packungsgröße und Stückpreis eine negative Beziehung, aber die Entscheidung, welche Packungsgröße gekauft wird, liegt nach wie vor beim Verbraucher).
3. Indizes für die Konzentration im Einzelhandel: a) auf Ebene der Muttergesellschaft und b) auf Ebene der Einkaufsgenossenschaft.<sup>18</sup>
4. Sonstige regionale Variablen, die zur Bestimmung des Preisniveaus wichtig sein können, beispielsweise a) lokale Kosten wie Löhne und Mieten, b) Pro-Kopf-BIP, c) Arbeitslosenquote, d) Bevölkerungsdichte, e) Mehrwertsteuersätze und f) eine Angebote abdeckende Dummyvariable.<sup>19</sup>

15 Diese Ergebnisse basieren auf ökonometrischen Forschungen, in deren Rahmen die folgende Schätzgleichung auf regionaler Ebene erstellt wurde:  $\ln p_{ij} = a_i + b_k + \alpha H_{PGj} + \beta H_{FCj} + \zeta X_j + \varepsilon_{ij}$  wobei die abhängige Variable das durchschnittliche Preisniveau (ohne Mehrwertsteuer und in natürlichen Logarithmen) der in Region j verkauften Ware i ist und als wichtigste erklärende Variable des Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) fungiert, der auf Ebene der Einkaufsgenossenschaft ( $H^{PG}$ ) und der Muttergesellschaft ( $H^{FC}$ ) berechnet wird. Sonstige maßgebliche Variablen sind im Vektor  $X_j$  enthalten und werden aus regionalen Dummyvariablen, der regionalen Bevölkerungsdichte, dem regionalen Pro-Kopf-BIP und der regionalen Arbeitslosenquote errechnet.

16 Im Rahmen der Schätzgleichung der relativen Preise wird der Stückpreis eines bestimmten Markenprodukts in einer Region bezogen auf die am Standort mit den niedrigsten Preisen gezahlten Stückpreise (jeweils auf Basis der Marktführer am jeweiligen Standort) ausgedrückt. Alle erklärenden Variablen werden in einer ähnlichen relativen Betrachtung dargestellt, und mengenbasierte Variablen werden mit ihrer dritten Verzögerung instrumentiert, um Simultanität zu vermeiden.

17 So weist Italien eine hohe Konsumintensität bei Teigwaren auf. Daher ist der Preis für Teigwaren für italienische Verbraucher möglicherweise wichtiger und wird von ihnen stärker verfolgt als beispielsweise der Preis für Erdbeermarmelade.

18 Gemessen als Herfindahl-Hirschman-Indizes, die für Radien von jeweils 5 km berechnet und dann zu einem Durchschnitt für die Regionen zusammengefasst werden.

19 Ein Angebot liegt dann vor, wenn ein Preis in einem Monat um mehr als 6,25 % fällt (was einer Senkung um 25 % pro Woche entspricht, wobei eine Woche ein typischer Preissenkungszeitraum ist) und sich im Folgemonat um mehr als 6,25 % erhöht. Auch Zeitdummies und Dummies, die Wareneinheiten berücksichtigen, sind enthalten.

Tabelle 2 Erklärende Variablen der Preisunterschiede bezogen auf den Standort mit dem niedrigsten Preis

Variablen	Vorzeichen	Mechanismus
<b>1 – Wettbewerb am Gütermarkt</b>		
1a – Anteil des Marktführers	+	wachsende Monopolstellung
1b – Anteil sonstiger Marken	–	wachsender Wettbewerb
1c – Eigenmarkenanteil	–	wachsender Wettbewerb
<b>2 – Verbraucherverhalten</b>		
2a – Konsumintensität	–	wachsende Wachsamkeit der Verbraucher
2b – Kostenindifferenz der Verbraucher	–	wachsendes Verbraucherbewusstsein
<b>3 – Wettbewerb im Einzelhandel</b>		
3a – Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) für den Einzelhandel auf Ebene des Mutterunternehmens	+	geringerer Wettbewerb
3b – Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) für den Einzelhandel auf Ebene der Einkaufsgenossenschaft	–	gegenläufige Macht der Erzeuger
<b>4 – Sonstige maßgebliche Faktoren</b>		
4a – Löhne gering qualifizierter Arbeitnehmer	+	kostensteigernd
4b – Mieten für Ladengeschäfte	+	kostensteigernd
4c – Pro-Kopf-BIP	+ (n. s.)	Einkommenseffekt
4d – Arbeitslosenquote	– (n. s.)	Einkommenseffekt
4e – Bevölkerungsdichte	– (n. s.)	Skaleneffekte
4f – Mehrwertsteuer	+	durchlaufender Posten
4g – Angebotsdummy	–	niedrigerer tatsächlicher Preis

Quelle: Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: n. s. bedeutet „nicht signifikant“ bei einem Signifikanzniveau von 10 %.

Die Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass sich ein Spielraum zur Verringerung der Preisdispersion (und zur Preissenkung in einigen Ländern) daraus ergibt, dass Reformen an den Gütermärkten umgesetzt werden, die darauf abzielen, die Renten der etablierten Erzeuger (d. h. der Marktführer) zu senken und den möglichen Marktzugang und das Wachstum neuer Erzeuger zu erleichtern (Wettbewerbssteigerung) – siehe Tabelle 2. Die Untersuchung weist auch auf signifikante Preiseffekte aufgrund der Konzentration im Einzelhandel hin, die vom Aggregierungsniveau abhängen (Einkaufsgenossenschaft gegenüber Mutterunternehmen), und bestätigt, dass sich eine entsprechende, auf die Einzelhandelsstrukturen abzielende Politik für den Verbraucher tatsächlich als vorteilhaft erweisen kann. Möglicherweise aufgrund der hohen Arbeitsintensität in diesem Sektor lassen sich die beobachteten Preisunterschiede auch durch Lohnunterschiede bei gering qualifizierten Arbeitnehmern erklären; dies gilt auch für Unterschiede bei den Renten, die allerdings einen weniger robusten Faktor darstellen. Die das makroökonomische Umfeld widerspiegelnden Variablen (wie das regionale Pro-Kopf-BIP, die Bevölkerungsdichte, die Arbeitslosigkeit) scheinen in regionaler Betrachtung nicht von ebensolcher Bedeutung zu sein, wohingegen unterschiedliche Mehrwertsteuersätze für die Erklärung von Preisdifferenzen durchaus relevant sind. Abschließend kann gesagt werden, dass die Variablen, die das Verbraucherverhalten (die Bereitschaft zum Konsum von Eigenmarken, die bevorzugten Packungsgrößen usw.) wiedergeben, signifikant und volkswirtschaftlich aussagekräftig sind. Diesbezüglich ist es wichtig, die Verbraucher zu schulen und zu informieren und dabei hervorzuheben, dass ihr Verhalten die Preisgestaltung beeinflussen kann.

#### 4. MÖGLICHE AUSWIRKUNGEN VON ÄNDERUNGEN DER STRUKTUR DES LEBENSMITTELEINZELHANDELS AUF DIE INFLATIONSMESSUNG<sup>20</sup>

##### **Das Problem möglicher Verzerrungen bei der Inflationsmessung ist schon seit Langem bekannt.**

Im Bericht der Boskin-Kommission (1996)<sup>21</sup> wurden vier Hauptquellen potenzieller Verzerrungen aufgeführt: a) Verzerrungen durch Produktsubstitution bei einem Warenkorb mit festen Gewichten, der nicht der Tatsache Rechnung trägt, dass die Verbraucher dazu tendieren, preisgünstigere Waren durch teurere zu ersetzen, wenn sich die relativen Preise ändern, b) verkaufsstellenbedingte Verzerrungen, die sich ergeben, wenn Verlagerungen hin zu billigeren Verkaufsstellen (z. B. Discountern) nicht entsprechend erfasst werden, c) Verzerrungen infolge von Qualitätsänderungen aufgrund nicht bzw. nicht genau geschätzter Verbesserungen der Produktqualität und d) Verzerrungen aufgrund neuer Produkte, die eintreten, wenn neue Produkte hinreichend zeitnah in den Warenkorb aufgenommen werden. Eine weitere mögliche Fehlerquelle bei der Inflationsmessung ist die fehlende Gewichtung auf Elementarindexebene.<sup>22</sup>

##### **Informationen über die Größenordnung von Verzerrungen bei der Inflationsmessung in Ländern des Euroraums sind relativ rar und beziehen sich meist auf die späten 1990er-Jahre.**

Als Beispiele für Untersuchungen hinsichtlich von Verzerrungen durch neue Verkaufsstellen sind zu nennen: Lequiller (1997) für Frankreich, der von einer Bandbreite von 0,05 bis 0,15 Prozentpunkten pro Jahr ausgeht; Hoffmann (1998) für Deutschland, der die Meinung vertritt, dass der entsprechende Effekt wahrscheinlich nicht mehr als 0,1 Prozentpunkte jährlich ausmacht, sowie Covas und Silva (1999) für Portugal, die anhand von portugiesischen Mikrodaten herausfanden, dass sich die Auswirkungen im Zeitverlauf geändert haben und zwischen 0,25 und 0,50 Prozentpunkten pro Jahr liegen.<sup>23</sup>

##### **Forschungsarbeiten jüngerer Datums zum Thema Inflationsmessung zeigen, wie groß die Unsicherheit bei der Schätzung von Verzerrungen in Bezug sowohl auf das Vorzeichen als auch die Größenordnung ist und dass diese Schätzungen während des Geschäftszyklus variieren können.**

<sup>24</sup> Linz (2009) erörtert die Auswirkungen eines neuen Gewichtungssystems auf die Teuerung in Deutschland, in dessen Rahmen die Discounter stärker gewichtet werden als zuvor und das aufgrund des Durchwirkens von Rohstoffpreisschocks zu Aufwärtskorrekturen der Inflationsrate führt. Wie Handbury et al. (2013) anhand japanischer Scannerdaten für Lebensmittelpreise feststellen, gibt es über einen langen Zeitraum hinweg durchschnittlich eine Verzerrung nach oben, die letztlich vom positiven in den negativen Bereich dreht. Greenlees und McClelland (2011), die Daten aus den Vereinigten Staaten verwenden, zeigen, dass der durch die höhere Qualität der Waren ausgelöste Aufwärtseffekt auf die Preise den abwärtsgerichteten Einfluss preisgünstigerer Verkaufsstellen

20 Für diesen Absatz wurde folgende Literatur herangezogen: E. Gabor und P. Vermeulen, New evidence on elementary index bias, Working Paper Series der EZB, Nr. 1754, 2014; P. McQuade, Substitution to private label products: Evidence from euro area retail scanner data, Präsentation im Rahmen des European Economic Association Annual Congress vom 25. bis 29. August 2014, Toulouse, Frankreich.

21 Siehe Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living, in: Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Committee to Study the Consumer Price Index, Dezember 1996.

22 Eine detailliertere Erörterung findet sich auch in: EZB, Verbraucherpreisindizes: potenzielle Messprobleme, Kasten 4, Monatsbericht April 2014.

23 Siehe F. Lequiller, Does the French Consumer Price Index Overstate Inflation?, Série des documents de travail de la Direction des Études et Synthèses Économiques, Institut National de la Statistique et des Études Économiques, August 1997; J. Hoffmann, Problems of Inflation Measurement in Germany, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, 1/1998; F. Covas und J. Santos Silva, Outlet substitution bias, Economic Bulletin, Banco de Portugal, September 1999.

24 Siehe S. Linz, Weighting of Outlet-types and Regions – a new Weighting System for the German Consumer Price Index, Beitrag zum 11. Treffen der International Working Group on Price Indices, Ottawa Group, 2009; J. Handbury, T. Watanabe und D. E. Weinstein, How Much Do Official Price Indexes Tell Us About Inflation? Working Paper des NBER, Nr. 19504, Oktober 2013; J. S. Greenlees, und R. McClelland, New Evidence on Outlet Substitution Effects in Consumer Price Index Data, The Review of Economics and Statistics, Bd. 93, Nr. 2, Mai 2011, S. 632–646 sowie O. Kryvstov, Is There a Quality Bias in the Canadian CPI? Evidence from Micro Data, Working Papers, Nr. 2013-24, Bank of Canada, Juli 2013.

größtenteils wettmacht. Kryvstov (2013) schließlich kommt aufgrund der Analyse kanadischer Daten zu dem Schluss, dass Verzerrungen infolge von Qualitätsänderungen keine bedeutsame Quelle potenzieller Fehler bei der Messung der VPI-Inflation in Kanada darstellen.

**Anhand einiger Merkmale der im vorliegenden Aufsatz herangezogenen disaggregierten Daten lassen sich die länderübergreifenden Hinweise auf mögliche Probleme bei der Inflationsmessung für das Euro-Währungsgebiet analysieren.** Erstens können die möglichen Auswirkungen struktureller Änderungen von Einzelhandelsformaten auf die Inflationsmessung berücksichtigt werden, da Informationen sowohl über Marktanteile als auch über Durchschnittspreise für alle Geschäftstypen vorliegen (siehe Kasten 4). Zweitens wird bei der Erstellung von Verbraucherpreisindizes normalerweise davon ausgegangen, dass Preisdifferenzen zwischen Eigenmarkenprodukten und Markenartikeln ausschließlich durch Qualitätsunterschiede bedingt sind (wodurch die Änderung des Preisniveaus, zu der es kommt, wenn die Verbraucher auf preiswertere Eigenmarken umschwenken, nicht berücksichtigt wird); die mittelbare empirische Evidenz der Substitution von Markenwaren durch Eigenmarkenprodukte deutet jedoch bei Verwendung der disaggregierten Daten der Lebensmittelpreise darauf hin, dass dies möglicherweise nicht ganz zutrifft.<sup>25</sup> Und schließlich kann der mögliche Einfluss der auf Elementarindexebene unterbliebenen Gewichtung auf die Verbraucherpreisindizes untersucht werden, da Daten sowohl zum Absatzvolumen als auch zum durchschnittlichen Stückpreis dieser Verkäufe verfügbar sind. Eine Einschränkung gibt es allerdings: Da nur Angaben zu ausgewählten Lebensmitteln zur Verfügung stehen, sind Rückschlüsse auf potenzielle Fehler bei der Messung der Gesamtinflation nicht möglich. Dennoch können so tiefe Einblicke gewonnen und weitere Forschungsbereiche identifiziert werden.

**Die beachtlichen Preisniveauunterschiede in den verschiedenen Geschäftstypen (die auch unter Berücksichtigung der Struktureffekte auftreten) und strukturelle Änderungen der Vertriebsformate (vor allem das Auftauchen von Discountern und der relative Rückgang bei den traditionellen Ladengeschäften) könnten Auswirkungen auf die Inflationsmessung haben.** Strukturelle Änderungen dieser Art können zu Messfehlern in den offiziellen Inflationsstatistiken führen, wenn die Preisniveaudifferenzen zwischen den einzelnen Arten von Ladengeschäften nicht nur Qualitätsunterschiede bei der erbrachten Einzelhandelsdienstleistung widerspiegeln (die üblicherweise bei der Aufnahme neuer Verkaufsstellen in den Warenkorb unterstellt werden) oder wenn Preisänderungen je nach Art der Verkaufsstelle differieren und Statistikämter die sich wandelnde Bedeutung einzelner Arten von Verkaufsstellen nur mit Verzögerung in die entsprechenden Gewichtungen einfließen lassen. Unterschiede beim Marktanteil und bei der Preisentwicklung sind für alle Geschäftstypen festzustellen. Vor allem stiegen von 2009 bis 2011 sowohl die relativen Preise als auch die relativen Marktanteile von Discountern leicht an. Diese beiden Effekte heben sich gegenseitig auf. Insgesamt scheinen die Auswirkungen auf die gemessene Teuerung im Berichtszeitraum per saldo mit weniger als 0,1 Prozentpunkten der jährlichen Inflationsrate wirtschaftlich nicht relevant zu sein.<sup>26</sup> Der zu vernachlässigende Einfluss ergibt sich möglicherweise daraus, dass im Untersuchungszeitraum die mögliche Aufwärtsverzerrung, die aus dem Substitutionseffekt weg von Discountern aufgrund deren steigender relativer Preise herrührt, durch eine Verzerrung nach unten

<sup>25</sup> Es wurde davon ausgegangen, dass es im selben Zeitraum auch in den finanziell stabilen Ländern zu einer zunehmenden Substitution von Markenartikeln durch Eigenmarkenprodukte kam. Weitere Hinweise finden sich bei L. Lamey, B. Dereersnyder, M. G. Dekimpe und J. Steenkamp, How Business Cycles Contribute to Private-Label Success: Evidence from the United States and Europe, *Journal of Marketing*, Bd. 71, 2007.

<sup>26</sup> Hausman und Leibtag (2009) schätzen, dass die Auswirkungen der Substitution von Verkaufsstellen (zusammen mit Verzerrungen aufgrund neuer Verkaufsstellen) in den Vereinigten Staaten signifikant sind und sogar bis zu 18 % der gemessenen Inflationsrate ausmachen könnten, was mit anderen Worten vermuten lässt, dass der VPI um 0,42 Prozentpunkte pro Jahr überschätzt wird. Siehe J. Hausman und E. Leibtag, CPI Bias from Supercenters: Does the BLS Know that Wal-Mart Exists?, Working Paper des NBER, Nr. 10712, August 2004.

infolge eines Marktanteileffekts wettgemacht wurde, da die Discounter vor dem Hintergrund der Wirtschaftsflaute attraktiver wurden.

**Die Preise für Eigenmarkenartikel liegen im Durchschnitt deutlich unter jenen für Markenprodukte** (siehe Kasten 4). Zusammen mit der Evidenz der Substitution von Markenprodukten durch Eigenmarkenartikel liegt der Schluss nahe, dass dies Auswirkungen auf die Inflationsmessung hat. Schätzungen zeigen, dass Eigenmarken- und Markenprodukte austauschbar sind – woraus sich eine Aufwärtsverzerrung ergibt – und dass die Preise für Eigenmarkenartikel im Untersuchungszeitraum stärker gestiegen sind als jene für Markenprodukte, was zusammen mit einem höheren Marktanteil (während des Wirtschaftsabschwungs vergrößerte sich der Marktanteil der Eigenmarken) zu einer Verzerrung nach unten führt. A priori ist der Nettoeffekt insgesamt uneinheitlich.

#### Kasten 4

### STRUKTURELLE VERSCHIEBUNG BEI DEN VERTRIEBSFORMEN UND DIE ENTWICKLUNG VON EIGENMARKEN

Der vorliegende Kasten gibt einen Überblick über zwei bemerkenswerte Entwicklungen im Zusammenhang mit den Lebensmittelpreisen im Euro-Währungsgebiet, nämlich die Weiterentwicklung der Betriebsformen und die Entstehung von Eigenmarken.

#### Vertriebsformen

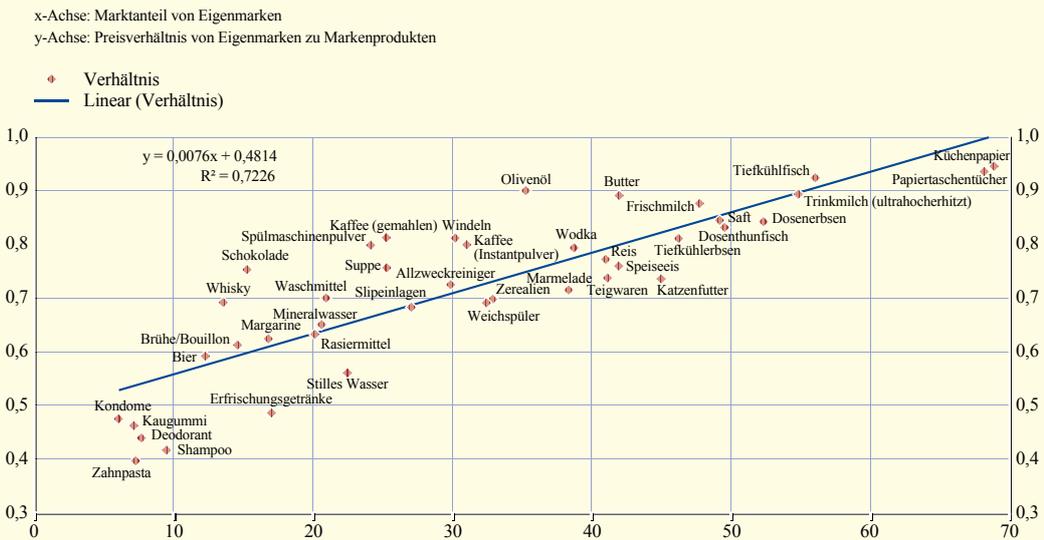
**Bei der Messung der Teuerung müssen strukturelle Veränderungen im Lebensmitteleinzelhandel und die unterschiedliche Entwicklung der Preise je nach Geschäftstyp berücksichtigt werden.** Zwischen den einzelnen Ländern gibt es erhebliche Unterschiede in der Struktur des Lebensmitteleinzelhandels. Hierfür sind mehrere Faktoren verantwortlich, wie z. B. historische Gegebenheiten, gesellschaftliche Präferenzen, soziogeografische Faktoren sowie die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen. Gleichwohl hat sich der Marktanteil von Discountern weitflächig erhöht, während der Anteil kleinerer Lebensmittelhändler und von Fachhändlern gesunken ist (siehe auch SIR 2011). Darüber hinaus sind bei den untersuchten Produktkategorien je nach Geschäftstyp im Schnitt tendenziell beträchtliche Preisunterschiede festzustellen. Bei ansonsten unveränderten Bedingungen sind die Discounter im Allgemeinen am günstigsten, gefolgt von den Selbstbedienungs-Warenhäusern und großen Supermärkten. Kleine Supermärkte, traditionelle Geschäfte und andere Arten von Ladengeschäften (etwa Apotheken und Fachgeschäfte) sind im Durchschnitt teurer.<sup>1</sup>

#### Eigenmarken

**Auch der gestiegenen Nutzung von Eigenmarken ist bei der Inflationsmessung Rechnung zu tragen.** Der Einzelhandel führte teils als Reaktion auf das Aufkommen von Discountern, aber auch als dessen Folge Eigenmarken ein. Dem SIR 2011 zufolge hat der Marktanteil von Eigenmarken im Euroraum kontinuierlich zugenommen, und ganz allgemein ist die Marktdurchdringung

<sup>1</sup> Unter Berücksichtigung der Zusammensetzung der verkauften Waren bewegt sich der Preisunterschied gegenüber Discountern je nach Geschäftstyp zwischen 1 % und 17 %. Hierbei ist zu beachten, dass die offensichtlichen Preisunterschiede größer sind, wenn die Zusammensetzung der Waren (der Anteil an Eigenmarken, Premiummarken usw.) nicht berücksichtigt wird.

Preisverhältnis Eigenmarken/Markenartikel und Marktanteil von Eigenmarken (2009 – 2011)



Quellen: Nielsen und Berechnungen des Eurosystems.

von Eigenmarken bei den verpackten Lebensmitteln in Westeuropa höher als in jeder anderen geografischen Region.

**Zwischen Eigenmarken und Markenartikeln bestehen erhebliche Preisunterschiede, die sich den Daten zufolge im Schnitt auf rund 35 % belaufen, im Untersuchungszeitraum allerdings leicht rückläufig waren.** Zugleich hat der Marktanteil der Eigenmarken zugenommen. Der Preisvorteil der Eigenmarken gegenüber Markenartikeln variiert von Land zu Land, wobei er in Slowenien, Belgien und Griechenland am höchsten und in Italien und den Niederlanden am niedrigsten ist. Der Marktanteil von Eigenmarken ist in Estland, Italien und Griechenland verhältnismäßig gering und in Deutschland und Spanien relativ hoch.

**Ein auffälliges Merkmal in allen Produktkategorien ist die positive Korrelation zwischen dem Marktanteil der Eigenmarken und ihrer Preisdifferenz zu Markenartikeln.** Der Preisvorteil gegenüber Markenartikeln ist in Produktkategorien mit einem verhältnismäßig kleinen Anteil an Eigenmarken recht groß (siehe Abbildung). Dies hängt sowohl mit der Art der Waren als auch mit der Verbraucherwahrnehmung zusammen.<sup>2</sup> Bei Produkten wie Küchenpapier und Papiertaschentüchern scheinen Verbraucher beispielsweise keine großen Unterschiede zu Markenprodukten festzustellen und sind daher a) bereit, Eigenmarken zu verwenden, was zu einem hohen Marktanteil dieser Waren führt, sowie b) nicht gewillt, einen erheblichen Aufschlag

2 Im Allgemeinen werden Waren, die relativ generisch oder standardisiert sind, eher als Eigenmarken angeboten (z. B. in Dosen oder anderweitig abgepackte Nahrungsmittel, Papiertaschentücher, Küchenpapier usw.), wohingegen Waren, die über einen höheren Grad an Produktdifferenzierung verfügen bzw. bei denen Werbung oder Qualität eine große Rolle spielen (etwa Kosmetika, alkoholische Getränke, Babynahrung), tendenziell weniger stark als Eigenmarken verkauft werden. Am höchsten ist die Marktdurchdringung von Eigenmarken laut J. Steenkamp et al. bei bestimmten Nahrungsmittel- und Getränkearten sowie bei Haushaltsprodukten, während sie bei Körperpflegeprodukten häufig geringer ausfällt. Außerdem wird von den Autoren der Studie darauf hingewiesen, dass in Ländern, in denen die Verbraucher wenig Vertrauen in Unternehmen und Institutionen haben, der Marktanteil von Eigenmarken tendenziell niedrig ist. Siehe J. Steenkamp, I. Geyskens, K. Gielens und O. Koll, A global study into drivers of private label success, in Auftrag geben von AIM – European Brands Association, 2004.

für Markenartikel zu zahlen, weshalb der Preisvorteil der Eigenmarken hier relativ gering ausfällt. Andererseits legen sie offenbar bei Körperpflegemitteln und Hygieneartikeln wie Deodorants, Shampoos, Kondomen oder Zahnpasta größeren Wert auf Markenartikel. Sie sind daher a) nicht bereit, Eigenmarken zu verwenden, weshalb diese nur einen geringen Marktanteil haben, und b) gewillt, für Markenartikel einen beträchtlichen Aufschlag zu zahlen.

**Zwar mag die Gesamtwirkung der Wettbewerbseffekte von Eigenmarken a priori unklar sein,<sup>3</sup> aber eine stärkere Marktdurchdringung mit Eigenmarken führt früher oder später zu einem Abwärtsdruck auf das Preisniveau, da diese Waren ceteris paribus im Allgemeinen billiger sind.<sup>4</sup>**

**Die Bestimmung der Auswirkungen eines höheren Marktanteils von Discountern und von Eigenmarken auf die Inflationsmessung gestaltet sich hingegen schwieriger und ist ex ante schlecht einzuschätzen.** Denn insoweit die Preisdifferenz nicht ausschließlich das Ergebnis von Qualitätsunterschieden ist, impliziert sie eine Verzerrung der Inflationsmessung nach oben. Andererseits lag die Änderungsrate der Stückpreise bei den Eigenmarken während des Beobachtungszeitraums – ungeachtet des gegenüber Markenartikeln im Durchschnitt niedrigeren Preisniveaus von Eigenmarken – höher als bei den Markenprodukten. Bei einem steigenden Marktanteil könnte dies also auf eine gewisse Verzerrung nach unten hindeuten. Welcher Effekt dominiert, kann im Zeitverlauf variieren und dürfte bis zu einem gewissen Grad vom Konjunkturzyklus abhängen.

3 Das Angebot von Eigenmarken kann zu einer größeren Auswahl für die Verbraucher führen und der Verhandlungsmacht von Produzenten großer Marken entgegenwirken. Allerdings kann eine starke Durchdringung mit Eigenmarken den Einzelhändlern eine übermäßige Marktmacht verleihen, vor allem dann, wenn der Wettbewerb im Einzelhandel selbst nur unzureichend ausgeprägt ist. Zudem könnten kleinere Marken durch das Zusammenspiel von großen Markenartikeln und großen Eigenmarken aus dem Markt gedrängt werden. Somit ist der Gesamteffekt auf den Wettbewerb nicht immer eindeutig. Eine ausführlichere Analyse findet sich in: The impact of private labels on the competitiveness of the European food supply chain, Europäische Kommission, 2011.

4 Die Studie von J. Steenkamp et al. (a. a. O.) aus dem Jahr 2004 kam zu dem Ergebnis, dass Markenartikel unter allen Kategorien schnellleuchtender Konsumgüter und in allen Regionen teurer als Eigenmarken waren, wobei aber auch festgestellt wurde, dass der Preisaufschlag von Land zu Land und je nach Produkt beträchtlich variierte.

**Im Rahmen der Gewichtung auf Ebene des Elementarindex ist es bekanntermaßen durchaus von Bedeutung, welche Indexformel für die Inflationsmessung verwendet wird.<sup>27</sup>**

Amtliche Verbraucherpreisindizes werden allgemein mittels einer gewichteten Aggregation von Indexaggregaten niedrigeren Niveaus erstellt, deren Gewichte auf der Ausgabenstatistik basieren. Normalerweise sind jedoch auf Ebene der einzelnen Produkte, wo beispielsweise das gleiche Produkt unter verschiedenen Markennamen angeboten wird, keine Ausgabengewichte verfügbar, und die Indizes der Basispreise genau definierter Produkte (die sogenannten Elementarindizes) werden üblicherweise anhand ungewichteter durchschnittlicher Preisbeobachtungen erstellt. Um beispielsweise einen Kaffeepreisindex zu konstruieren, ermitteln die Statistikämter normalerweise einen ungewichteten Preisdurchschnitt auf der Grundlage verschiedener Marken, obwohl sich diese vielleicht in ganz unterschiedlichen und unbekanntenen Mengen verkaufen. Dass bei der Erstellung von Indizes genau definierter Produkte auf niedrigerem Niveau ungewichtete Preisdurchschnitte herangezogen werden, ist weniger eine freie Entscheidung, sondern ergibt sich vielmehr zwangsläufig. Das wirft die Frage auf, ob das Fehlen von Ausgabengewichten auf den unteren Aggregationsebenen einen Einfluss auf die Inflationsmessung hat.<sup>28</sup>

27 Eine frühe Abhandlung zu diesem Thema findet sich in: M. Silver, Elementary Aggregates, Micro-indices and Scanner Data: Some Issues in the Compilation of Consumer Price Indices, Review of Income and Wealth, International Association for Research in Income and Wealth, Bd. 41, Nr. 4, Dezember 1995, S. 427-438.

28 Hierbei handelt es sich jedoch nicht um die Frage nach einer möglichen Verzerrung auf Ebene des Grundindex infolge des typischen Substitutionsverhaltens der Verbraucher, wie sie beispielsweise im Bericht der Boskin-Kommission erörtert wird.

Tabelle 3 Zusammenfassung der Untersuchungen zur Inflationsmessung

Thema	Effekt
Vertriebsformat	Im Durchschnitt Evidenz für zu vernachlässigende und unbedeutende Verzerrungen des VPI nach oben. Geringer Nettoeffekt, der sich möglicherweise daraus ergibt, dass der Substitution zuungunsten von Vertriebsformaten mit höheren Preisanstiegen die Einkommenssituation entgegenwirkt, bei der sich die Verbraucher Verkaufsstellen mit niedrigeren Preisen zuwenden – wobei jedoch die Preisanstiege dort stärker sind.
Eigenmarkenartikel	Die mittelbare Evidenz deutet darauf hin, dass einer möglichen Aufwärtsverzerrung des VPI (da Schätzungen zeigen, dass Eigenmarken- und Markenartikel austauschbar sind und der Preisanstieg bei Eigenmarken vergleichsweise höher ist) in der Stichprobe ein Marktanteileffekt (wachsender Marktanteil der Eigenmarken infolge der Konjunkturabkühlung) entgegenwirkt. Der Nettoeffekt ist uneinheitlich.
Gewichtung auf der Elementarebene	Im Vergleich zur Verwendung ungewichteter Elementaraggregate kann eine Gewichtung auf der Elementarebene sowohl dort als auch auf einem stärker aggregierten Niveau zu einer deutlichen Verzerrung der Inflationsmessung nach oben wie auch nach unten führen. Diese Effekte sind jedoch nicht systematisch.

Die in diesem Aufsatz verwendeten Daten ermöglichen eine Untersuchung der Frage nach dem Indexniveau, da Ausgaben(Verkaufs-)anteile auf der Elementarebene errechnet werden können, und ein Vergleich ungewichteter und gewichteter Preisindizes für Einzelprodukte zeigt, dass die Gewichtung auf der Elementarebene bedeutsame Auswirkungen haben kann, die sowohl positiv als auch negativ sein können. Obwohl sich diese Effekte durch die Aggregation nicht gegenseitig aufheben, scheint von ihnen kein systematischer positiver oder negativer Effekt auf die einzelnen Länder, Produkte und Aggregationsebenen auszugehen. Somit kann eine Gewichtung auf der Elementarebene zwar die gemessene Inflation erheblich verändern, doch können Messfehler sowohl nach oben als auch nach unten hin auftreten, und es ergeben sich keine systematischen Nettoeffekte.

Insgesamt macht die Analyse deutlich, dass es eine beträchtliche Unsicherheit in Bezug auf das Ausmaß wie auch auf die Richtung möglicher Verzerrungen bei der Inflationsmessung gibt (siehe Tabelle 3). So deuten Entwicklungen in den Jahren 2009 bis 2011 darauf hin, dass die relativen Preise für Eigenmarkenprodukte und Discounterwaren zwar anstiegen, diese aber auch ihren Marktanteil vergrößerten. Diese Konstellation ist möglicherweise zum Teil dem Einfluss der Wirtschaftskrise zuzuschreiben, doch ist sie auch ein Hinweis darauf, dass die in der Literatur diskutierte Verzerrung nach oben nicht als Vermutung zugrundegelegt werden darf, sondern empirisch untersucht werden muss. In diesem Zusammenhang sind die laufenden Arbeiten des Europäischen Statistischen Systems zur Überprüfung des Informationsgehalts von Scannerdaten und deren Nutzung für amtliche Preisstatistiken zu begrüßen.<sup>29</sup>

## 5. SCHLUSSBEMERKUNGEN

Insgesamt unterstreicht die Studie die Notwendigkeit, weitere Reformanstrengungen zu unternehmen, die den Zugang zu und die Situation an den Konsumgütermärkten und in der Absatzwirtschaft verbessern. Durch die Analyse des Datensatzes disaggregierter Daten zu Lebensmittelpreisen in den Euro-Ländern konnten viele einzigartige und wertvolle Einblicke in die Lebensmittelpreise im Euro-Währungsgebiet gewonnen werden. Die Ergebnisse zeigen insbesondere deutliche Abweichungen vom Gesetz des einheitlichen Preises und eine starke Marktsegmentierung entlang der Staatsgrenzen, was bedeutet, dass es nach wie vor große Fortschritte bedarf, um den Gemeinsamen Markt zu verwirklichen. Es wird dargelegt, dass Unterschiede beim Preisniveau von

<sup>29</sup> Einen Überblick über die jüngsten Arbeiten von europäischen Statistikämtern auf diesem Gebiet geben die Präsentationen im Rahmen des von Statistics Portugal, Lissabon, vom 26. bis 27. September 2013 veranstalteten „Workshop on Scanner data for HICP“: [http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_sem\\_lista&tipo=r&detalhe=165101941](http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_sem_lista&tipo=r&detalhe=165101941)

der Struktur der Einzelhandels- und Erzeugermärkte abhängen, wobei die Wettbewerbssituation von besonderer Bedeutung ist, aber auch das Verbraucherverhalten eine Rolle spielt.



## INHALTSVERZEICHNIS

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

## ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN

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

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

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

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

Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:

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

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

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

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

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

## ABKÜRZUNGEN UND ZEICHEN

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>3)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>4)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>4)</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	52,7	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,7	-0,1	5,9
2014	54,3	57,3	57,8	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 Q1	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	-0,3	0,3	-0,7
Q2	54,4	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,1	1,0	-0,7
Q3	55,8	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,3	52,0	2,5	0,8	3,4
Q4	53,3	55,7	56,2	50,9	51,4	51,5	52,8	53,5	50,8	.	.	.
2014 Juli	56,0	60,6	58,6	50,2	51,6	53,8	54,1	56,6	51,2	0,4	0,8	0,1
Aug.	55,8	59,7	59,3	50,8	52,8	52,5	54,3	56,2	52,5	1,5	0,0	2,3
Sept.	55,5	59,0	57,5	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
Okt.	53,9	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,1	3,4	1,2	4,6
Nov.	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,3	.	.	.
Dez.	52,5	53,8	55,2	51,9	51,4	51,4	52,5	52,5	50,9	.	.	.

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

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

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

4) Ohne Euro-Währungsgebiet.

## 2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 Q1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
Q2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
Q3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
Q4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 Juli	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
Aug.	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13
Sept.	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Okt.	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
Nov.	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
Dez.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11

### 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 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Q1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
Q3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Q4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Juli	0,04	-0,02	0,01	0,43	1,34	1,36	2,45	2,15	-0,04	0,14	1,35	2,91
Aug.	0,00	-0,06	-0,05	0,28	1,03	1,09	2,25	1,82	-0,09	0,04	1,01	2,38
Sept.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Okt.	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Nov.	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
Dez.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77

### 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	Euro Stoxx 50	Grund- stoffe	Verbraucher- nahe Dienst- leistungen	Konsum- güter	Erdöl und Erdgas	Finanz- sektor	Industrie	Techno- logie	Versorgungs- unternehmen	Telekomm- unikation	Gesund- heitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2014 Q1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
Q3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
Q4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2014 Juli	322,3	3 192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1 973,1	15 379,3
Aug.	311,3	3 089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1 961,5	15 358,7
Sept.	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
Okt.	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
Nov.	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0
Dez.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7

Quelle: EZB.

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

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

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- men- gesetzter Indikator der Kreditfin- anzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung		Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>		Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jah- ren	Mehr als 10 Jahre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2013 Dez.	0,29	1,11	1,60	1,91	7,64	16,92	5,63	6,70	7,05	3,17	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,06
2014 Jan.	0,28	1,09	1,66	1,95	7,70	17,06	5,73	6,86	7,34	3,23	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,07
Febr.	0,28	1,11	1,61	1,93	7,66	17,06	5,87	6,79	7,38	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,05
März	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,06	5,83	6,68	7,28	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,01
April	0,27	1,06	1,54	1,83	7,62	17,24	5,61	6,61	7,18	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	2,99
Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,56	17,25	5,64	6,74	7,27	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	2,93
Juni	0,27	1,04	1,32	1,74	7,59	17,21	5,47	6,62	7,11	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,20	2,87
Juli	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,06	5,57	6,55	7,07	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,10	2,79
Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,02	5,58	6,53	7,02	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	3,04	2,75
Sept.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,49	17,08	5,39	6,50	6,98	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,97	2,68
Okt.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,33	16,97	5,49	6,44	7,00	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,90	2,61
Nov. <sup>(9)</sup>	0,22	0,89	1,02	1,67	7,27	17,13	5,66	6,56	7,14	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,85	2,55

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kreditfin- anzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013 Dez.	0,34	0,81	1,63	3,97	4,52	4,49	3,89	2,87	3,51	3,17	2,17	2,73	2,88	2,94
2014 Jan.	0,33	0,74	1,81	4,03	4,59	4,68	3,84	2,81	3,69	3,20	2,15	2,74	3,00	2,98
Febr.	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
März	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,96
April	0,34	0,72	1,60	3,98	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
Juni	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,75	2,68	2,79
Juli	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,91	2,43	2,66	2,76
Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,57	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
Sept.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,58
Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
Nov. <sup>(9)</sup>	0,25	0,43	1,23	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,85	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49

## 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						
	Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2011	1 593	702	99	.	79	635	77	748	511	47	.	54	107	29
2012	1 440	601	141	.	75	558	65	704	490	38	.	52	103	21
2013	1 238	474	116	.	67	528	53	510	315	31	.	44	99	21
2014 Juni	1 331	516	124	.	67	573	52	391	218	23	.	35	86	29
Juli	1 368	516	155	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
Aug.	1 365	527	143	.	74	574	46	326	162	31	.	27	91	16
Sept.	1 340	509	136	.	70	577	49	332	153	27	.	31	95	25
Okt.	1 307	498	133	.	72	563	41	330	139	28	.	37	102	25
Nov.	1 268	492	133	.	69	557	17	277	127	28	.	28	87	7
<b>Langfristig</b>														
2011	14 848	4 816	3 109	.	780	5 595	548	253	98	51	.	9	84	10
2012	15 151	4 797	3 139	.	841	5 747	626	255	99	45	.	16	84	12
2013	15 111	4 412	3 093	.	920	6 059	627	221	69	39	.	16	89	9
2014 Juni	15 218	4 221	3 120	.	958	6 283	636	247	67	49	.	22	98	10
Juli	15 159	4 183	3 126	.	967	6 241	641	207	52	37	.	19	86	13
Aug.	15 107	4 155	3 109	.	970	6 229	645	75	29	11	.	3	28	5
Sept.	15 154	4 161	3 126	.	981	6 235	652	217	58	43	.	13	90	13
Okt.	15 124	4 076	3 162	.	981	6 256	650	208	45	40	.	15	101	8
Nov.	15 006	4 058	3 163	.	985	6 302	498	195	58	44	.	14	73	6

Quelle: EZB.

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

## 2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen						Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2011	16 441,0	5 518,7	3 208,1	.	859,2	6 230,2	624,8	3 939,9	339,3	325,1	3 275,5
2012	16 590,3	5 398,4	3 280,6	.	915,7	6 305,2	690,5	4 593,9	404,6	617,8	3 571,5
2013	16 349,1	4 885,7	3 209,5	.	986,9	6 587,2	679,8	5 634,8	569,0	751,0	4 314,8
2014	16 549,0	4 736,3	3 243,5	.	1 025,9	6 856,0	687,3	6 009,1	629,3	779,5	4 600,3
Juni	16 526,3	4 699,6	3 280,8	.	1 041,9	6 818,7	685,3	5 865,5	626,8	775,7	4 463,0
Juli	16 472,0	4 681,6	3 251,4	.	1 044,5	6 803,4	691,0	5 915,3	637,3	788,9	4 489,2
Aug.	16 494,0	4 669,8	3 261,4	.	1 050,7	6 811,7	700,4	5 929,5	650,7	788,4	4 490,4
Sept.	16 431,5	4 574,4	3 294,7	.	1 053,1	6 818,5	690,7	5 762,0	611,5	763,1	4 387,4
Okt.	16 273,9	4 550,1	3 295,8	.	1 054,5	6 858,5	515,0	6 036,6	628,3	796,6	4 611,7
Nov.				.							
<b>Wachstumsraten</b>											
2011	3,9	5,0	-1,5	.	5,7	4,7	12,1	1,6	9,3	4,4	0,4
2012	1,6	-1,8	1,2	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,2	-8,9	-2,1	.	8,2	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,4	-7,1	-1,3	.	7,2	4,0	0,7	1,4	6,5	1,6	0,7
Juni	-0,2	-7,1	-0,3	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
Juli	-0,5	-7,1	-1,0	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
Aug.	-0,5	-6,9	-1,0	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
Sept.	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Okt.	-1,1	-8,5	0,0	.	5,1	2,9	0,8	1,6	7,1	1,7	0,8
Nov.				.							

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

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

	EWK-20						EWK-39	
	Nominal	Real VPI	Real EPI	Real BIP-Deflator	Real LSK/VG <sup>3)</sup>	Real LSK/GW	Nominal	Real VPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,6	92,9	89,4	99,1	92,0	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,4	92,4	102,6	94,5	112,0	96,2
2014	102,2	98,6	96,3	.	.	.	114,7	96,6
2014 Q1	103,9	100,7	97,9	94,8	103,5	97,8	116,6	99,0
Q2	103,8	100,1	97,8	94,5	103,0	97,6	116,0	97,9
Q3	101,6	97,9	95,8	92,2	100,2	95,1	113,7	95,6
Q4	99,6	95,7	94,0	.	.	.	112,4	94,1
2014 Juli	102,6	98,8	96,6	-	-	-	114,6	96,4
Aug.	101,9	98,2	96,0	-	-	-	114,0	95,9
Sept.	100,4	96,7	94,7	-	-	-	112,4	94,5
Okt.	99,6	95,8	93,9	-	-	-	111,9	93,8
Nov.	99,5	95,7	94,0	-	-	-	112,1	93,8
Dez.	99,6	95,6	94,0	-	-	-	113,2	94,6
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2014 Dez.	0,1	0,0	-0,1	-	-	-	1,0	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2014 Dez.	-4,1	-5,0	-4,3	-	-	-	-2,2	-4,0

Quelle: EZB.

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

## 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi Yuan	Kroatische Kuna	Tschechische Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japanischer Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumänischer Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 Q1	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
Q2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 Juli	8,394	7,615	27,458	7,456	309,808	137,723	4,144	0,793	4,4098	9,233	1,215	1,354
Aug.	8,197	7,633	27,816	7,455	313,907	137,107	4,192	0,797	4,4252	9,188	1,212	1,332
Sept.	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
Okt.	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
Nov.	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
Dez.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2014 Dez.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	1,3	1,4	0,1	-0,3	0,7	1,8	0,0	-1,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2014 Dez.	-8,3	0,4	0,4	-0,3	3,5	3,8	0,9	-5,7	-0,1	5,0	-1,8	-10,0

## 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
	<i>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</i>											
2013 Q4	17 765,8	19 107,1	-1 341,3	7 229,4	5 550,2	5 659,0	9 051,8	-64,8	4 400,0	4 503,5	542,1	11 313,1
2014 Q1	18 191,9	19 456,3	-1 264,4	7 344,9	5 502,6	5 747,5	9 304,4	-49,4	4 578,4	4 649,4	570,6	11 535,4
Q2	18 708,6	19 747,6	-1 039,0	7 465,3	5 522,1	6 037,4	9 609,6	-43,5	4 666,5	4 615,9	583,1	11 638,9
Q3	19 457,8	20 391,7	-933,9	7 643,0	5 603,7	6 407,6	9 967,0	-77,1	4 887,3	4 820,9	597,0	11 959,0
	<i>Bestände in % des BIP</i>											
2014 Q3	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
	<i>Transaktionen</i>											
2013 Q4	249,5	80,3	169,2	212,9	185,7	54,9	87,4	12,0	-30,8	-192,7	0,4	-
2014 Q1	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
Q2	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
Q3	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
2014 Juni	0,8	-76,2	77,1	-37,2	-25,3	66,5	73,9	4,9	-32,9	-124,8	-0,5	-
Juli	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
Aug.	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
Sept.	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
Okt.	0,8	-32,4	33,3	10,7	11,6	16,3	-31,1	0,6	-27,7	-12,9	1,0	-
Nov.	154,2	77,6	76,6	25,5	-2,6	46,7	34,5	3,9	79,9	45,7	-1,8	-
	<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>											
2014 Nov.	805,2	386,3	418,9	105,1	13,6	425,6	366,3	45,4	227,0	6,3	2,1	-
	<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>											
2014 Nov.	8,0	3,9	4,2	1,0	0,1	4,2	3,7	0,5	2,3	0,1	0,0	-

Quelle: EZB.

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

# 3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

## 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

		Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
		Insgesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag			
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorratsveränderungen	Zusammen	Exporte	Importe		
					Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)													
2011		9 768,2	9 628,9	5 492,4	2 046,4	2 024,1	1 066,0	604,5	350,1	66,1	139,3	4 074,6	3 935,3
2012		9 824,4	9 563,5	5 521,4	2 059,5	1 982,4	1 039,8	581,4	357,4	0,1	260,9	4 252,7	3 991,8
2013		9 904,4	9 564,0	5 544,7	2 090,1	1 942,3	1 009,2	569,3	359,7	-13,1	340,4	4 325,9	3 985,5
2013	Q4	2 493,9	2 402,5	1 392,7	524,3	491,2	254,5	145,6	90,4	-5,7	91,3	1 094,8	1 003,4
2014	Q1	2 509,2	2 415,5	1 397,4	527,7	493,2	255,8	144,5	91,2	-2,8	93,6	1 095,7	1 002,1
	Q2	2 514,9	2 418,7	1 403,8	529,1	490,0	251,2	145,3	91,8	-4,2	96,2	1 108,8	1 012,6
	Q3	2 521,7	2 424,4	1 411,2	533,8	490,1	251,0	145,3	92,2	-10,7	97,3	1 123,7	1 026,4
In % des BIP													
2011		100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012		100,0	97,3	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013		100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,8	3,6	-0,1	3,5	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)													
Veränderung gegen Vorquartal in %													
2013	Q4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,7	0,1	1,9	0,4	-	-	0,8	0,2
2014	Q1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,4
	Q2	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,7	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
	Q3	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten													
2013	Q4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,2	-	-
2014	Q1	0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-	-
	Q2	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
	Q3	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-

## 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 Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)													
2011		8 781,5	146,7	1 712,6	484,9	1 663,9	406,9	434,6	1 007,6	918,3	1 695,0	310,9	986,7
2012		8 833,5	150,8	1 719,2	472,2	1 671,8	409,8	439,1	1 013,1	926,8	1 714,0	316,8	990,8
2013		8 899,1	154,5	1 728,6	462,9	1 678,7	401,0	438,4	1 030,1	939,9	1 744,1	320,7	1 005,3
2013	Q4	2 240,3	38,3	436,2	116,6	422,2	100,4	110,1	259,5	237,2	439,0	80,8	253,5
2014	Q1	2 254,4	38,2	436,3	117,8	424,4	100,4	112,9	261,6	238,4	443,2	81,3	254,9
	Q2	2 256,6	37,6	437,8	115,8	424,9	100,1	113,9	262,8	239,5	442,9	81,3	258,3
	Q3	2 263,4	36,4	438,2	115,5	427,3	99,7	113,6	263,5	241,4	445,6	82,0	257,9
In % der Wertschöpfung													
2011		100,0	1,7	19,5	5,5	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,3	3,5	-
2012		100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-
2013		100,0	1,7	19,4	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)													
Veränderung gegen Vorquartal in %													
2013	Q4	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014	Q1	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,5	0,0
	Q2	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
	Q3	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten													
2013	Q4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014	Q1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

### 3.3 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Baugewerbe	EZB-Indikator für den Auftrags-eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw-Neuzulassungen
	Insgesamt	Hauptgruppen							Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren	Tankstellen	
		Verarbeitendes Gewerbe	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Energie							
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2011	3,4	4,7	4,2	8,4	0,9	-4,3	-3,6	8,6	-0,7	-1,1	-0,2	-3,3	-0,9
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,7	-1,3	-1,6	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2013 Q4	1,5	1,9	2,5	2,7	0,4	-1,4	-1,2	2,7	0,3	-0,2	0,9	0,2	5,3
2014 Q1	1,3	3,1	3,1	3,9	2,5	-9,2	6,7	4,4	1,0	-0,5	2,3	0,8	5,0
2014 Q2	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,7	3,9	1,4	1,2	2,0	-0,5	3,9
2014 Q3	0,5	1,1	0,4	1,3	1,7	-3,4	-0,3	2,2	0,9	-0,3	2,0	-0,6	4,1
2014 Juni	0,2	0,7	0,4	0,3	1,9	-3,9	-0,7	1,7	2,0	1,6	2,7	-0,2	3,3
2014 Juli	1,7	2,5	1,5	4,0	2,0	-4,3	-0,5	4,5	0,6	-1,0	2,1	-1,9	5,7
2014 Aug.	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,5	-2,9	1,5	1,0	1,6	-0,5	3,6	-0,3	4,1
2014 Sept.	0,2	0,7	-0,5	1,5	0,8	-2,9	-2,3	1,2	0,4	0,8	0,4	0,4	2,5
2014 Okt.	0,8	1,2	-0,6	1,4	3,1	-1,5	0,3	4,0	1,6	0,1	2,5	0,7	4,4
2014 Nov.	-0,4	0,3	-0,6	-0,9	3,1	-4,8	2,2	.	1,5	0,1	2,8	1,5	0,3
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2014 Juni	-0,2	-0,2	0,4	0,2	-1,6	-1,1	-0,2	-1,0	0,4	0,5	0,3	0,2	1,2
2014 Juli	0,8	1,0	0,9	1,8	0,5	-0,8	0,2	2,2	-0,3	-0,9	0,1	-0,4	0,6
2014 Aug.	-1,2	-1,4	-1,0	-3,3	0,3	1,1	0,5	-2,1	0,6	0,1	1,2	0,8	0,1
2014 Sept.	0,5	0,5	-0,3	2,1	-0,9	0,4	-1,1	1,3	-0,9	0,2	-2,1	-0,2	-1,3
2014 Okt.	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-0,8	1,1	1,0	0,6	-0,1	0,9	0,5	3,0
2014 Nov.	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,9	-0,9	-0,1	.	0,6	0,5	1,4	1,4	-2,7

### 3.4 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

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

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

### 3.5 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio <sup>1)</sup>	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit										Vakanz- quote <sup>2)</sup>	
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Erwerbs- personen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio		In % der Erwerbs- personen
Gewichte in % (2013)			100,00			81,4		18,6		53,7		46,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	157,123	3,6	15,955	10,1	4,6	12,736	8,9	3,219	21,0	8,518	9,9	7,437	10,4	1,7
2012	158,219	3,9	18,004	11,3	5,2	14,502	10,1	3,503	23,3	9,679	11,2	8,325	11,5	1,6
2013	158,207	4,3	19,023	12,0	5,9	15,482	10,7	3,541	24,1	10,215	11,9	8,808	12,1	1,5
2013 Q4	158,333	4,4	18,878	11,9	6,1	15,410	10,7	3,467	23,9	10,096	11,8	8,783	12,0	1,6
2014 Q1	157,751	4,4	18,675	11,8	6,3	15,244	10,6	3,431	23,8	10,037	11,7	8,639	11,8	1,7
2014 Q2	158,067	4,4	18,430	11,6	6,0	15,063	10,4	3,367	23,5	9,817	11,4	8,612	11,8	1,6
2014 Q3	158,491	4,2	18,321	11,5	5,8	14,966	10,3	3,354	23,5	9,705	11,3	8,616	11,8	1,6
2014 Juni	-	-	18,346	11,5	-	14,993	10,4	3,353	23,5	9,717	11,3	8,628	11,8	-
2014 Juli	-	-	18,390	11,6	-	15,033	10,4	3,356	23,5	9,734	11,3	8,655	11,8	-
2014 Aug.	-	-	18,275	11,5	-	14,932	10,3	3,343	23,5	9,670	11,3	8,605	11,8	-
2014 Sept.	-	-	18,297	11,5	-	14,934	10,3	3,363	23,5	9,710	11,3	8,588	11,7	-
2014 Okt.	-	-	18,360	11,5	-	14,975	10,3	3,385	23,6	9,776	11,4	8,584	11,7	-
2014 Nov.	-	-	18,394	11,5	-	14,985	10,3	3,409	23,7	9,781	11,4	8,613	11,7	-

### 3.6 Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

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

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

1) Nicht saisonbereinigt.

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

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Einkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung		In % des BIP		Veränderung gegen Vorjahr in %	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,6	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	32,7	3,6	.	3,2	9,9	2,1
2012	12,9	97,3	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,0	1,6	133,4	1,0	-4,8	0,8
2013	13,1	95,8	-0,5	1,3	-3,9	0,1	-2,3	29,8	2,5	130,1	1,5	-3,2	0,7
2013 Q4	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	29,8	2,5	130,1	1,5	-0,4	0,7
2014 Q1	13,1	95,5	0,6	1,4	3,3	1,9	-1,0	30,0	2,6	129,2	1,7	2,1	0,8
2014 Q2	13,0	95,5	0,5	1,5	0,0	2,9	-0,1	30,0	2,4	130,1	2,0	-0,5	1,0
2014 Q3	13,1	94,8	1,7	1,5	0,3	2,7	0,3	.	2,5	129,4	1,7	-0,9	0,8

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

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>5)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Einnahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 Q4	819,6	765,1	54,6	484,1	429,9	164,9	145,1	148,6	134,6	22,1	55,5	15,9	7,2
2014 Q1	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
2014 Q2	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
2014 Q3	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
2014 Juni	281,2	263,7	17,5	162,3	144,2	59,9	52,4	51,2	44,9	7,8	22,3	3,1	1,0
2014 Juli	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
2014 Aug.	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
2014 Sept.	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
2014 Okt.	277,4	257,9	19,5	164,0	145,6	58,5	52,8	47,1	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
2014 Nov.	269,0	251,0	18,1	157,6	138,9	59,1	51,3	44,4	39,7	7,9	21,2	3,4	1,1
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2014 Nov.	3 296,8	3 055,2	241,6	1 934,1	1 702,4	683,5	601,8	590,6	521,4	88,6	229,5	35,6	15,6
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2014 Nov.	32,8	30,4	2,4	19,3	17,0	6,8	6,0	5,9	5,2	0,9	2,3	0,4	0,2

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
			Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2013 Q4	1,0	-2,1	473,5	231,8	96,2	133,3	386,4	431,9	269,7	58,4	95,8	271,2	81,5
2014 Q1	1,2	0,2	479,5	235,0	95,5	136,8	389,7	436,8	272,0	60,9	96,3	277,6	78,9
2014 Q2	0,7	0,2	480,1	234,2	96,2	137,6	394,9	437,0	270,2	60,6	98,6	280,7	77,9
2014 Q3	2,9	0,4	484,2	235,4	96,3	138,5	396,4	437,9	268,8	60,9	100,1	285,1	76,6
2014 Juni	3,2	2,9	159,8	77,5	31,7	45,5	131,2	146,6	89,9	20,9	33,0	94,3	25,4
2014 Juli	2,9	0,9	160,6	78,2	32,0	46,5	131,3	147,7	91,4	20,5	33,3	96,0	26,2
2014 Aug.	-3,2	-4,4	158,4	77,6	30,5	44,9	129,6	143,0	87,5	19,5	33,0	91,8	25,1
2014 Sept.	8,6	4,2	165,2	79,6	33,7	47,1	135,6	147,2	90,0	20,9	33,8	97,3	25,4
2014 Okt.	4,0	-0,1	165,0	79,4	33,5	47,6	134,3	145,4	88,4	20,7	33,8	96,2	24,7
2014 Nov.	0,5	-1,8	165,3	.	.	.	135,1	145,4	.	.	.	94,5	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2013 Q4	1,9	1,3	113,2	111,6	115,4	113,7	113,1	99,4	99,8	95,4	99,1	99,6	95,9
2014 Q1	1,6	2,6	114,8	113,3	114,7	116,9	114,1	100,5	101,0	98,1	99,5	101,8	94,3
2014 Q2	0,8	2,3	114,7	113,1	114,2	117,4	115,4	101,6	101,8	98,3	102,3	103,4	94,0
2014 Q3	1,2	1,9	114,4	112,5	113,8	116,1	114,4	101,4	101,3	98,5	101,9	103,5	93,8
2014 Juni	2,6	3,9	113,7	111,6	112,4	115,4	114,2	101,7	100,9	100,7	102,7	103,7	90,0
2014 Juli	1,2	2,2	114,2	112,5	114,0	117,2	114,1	102,9	102,8	103,1	102,4	105,9	93,2
2014 Aug.	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,2	113,6	112,3	99,4	99,2	94,1	100,6	99,8	92,6
2014 Sept.	6,4	6,0	116,7	114,0	119,2	117,6	116,7	101,8	101,9	98,4	102,7	104,8	95,6
2014 Okt.	2,2	1,0	116,6	113,7	118,3	119,2	115,5	100,8	101,4	96,3	101,2	102,5	98,5
2014 Nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB und Eurostat.

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

# 4 PREISE UND KOSTEN

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorjahr in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise		
	Index: 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % (2014)	100,0	100,0	69,4	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 Q1	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0	
Q2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2	
Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6	
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2014 Juli	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8	
Aug.	117,6	0,4	0,9	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,2	1,4	
Sept.	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5	
Okt.	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7	
Nov.	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7	
Dez.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- mieten
Gewichte in % (2014)	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 Q1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
Q2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
Q3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
Q4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2014 Juli	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
Aug.	-0,3	1,0	-2,4	-0,4	0,3	-2,0	1,7	1,3	1,9	-2,9	1,5	1,3
Sept.	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Okt.	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
Nov.	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4
Dez.	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4

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

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

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

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

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

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

Gewichte in %	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewicht <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,5	-1,6	-8,6	-3,3	0,7	-6,3
2014 Q1	104,4	1,0	0,6	0,7	0,7	0,2	-0,9	-2,0	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,1	-6,8	-14,1
Q2	104,5	0,8	0,6	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,4	79,9	-6,2	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4
Q3	104,6	0,8	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,6	-1,2	78,0	-4,5	-1,6	-5,8	-1,1	0,2	-2,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-1,4	6,2	-4,7	3,6	9,3	-0,5
2014 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,5	-1,5	-1,6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,6	-4,2	1,0	-6,4	-1,0	1,3	-2,7
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-4,6	-0,5	-6,4	-0,8	1,0	-2,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,6	3,8	-5,4	1,0	4,2	-1,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-1,4	6,2	-4,7	3,9	9,6	-0,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-0,2	8,7	-4,0	5,9	14,1	0,0

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe		Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungssektor	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,9	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2011	13,8	15,5	5,5	-6,6	39,1	64,1	57,1	55,5	51,0
2012	2,7	8,1	1,9	-12,6	38,5	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,5	2,0	-1,6	-17,4	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014 Q1	0,5	1,9	0,3	-18,3	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
Q2	-0,9	-0,6	0,1	-20,4	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
Q3	-0,7	-1,4	0,2	-17,3	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
Q4	-2,1	-3,8	2,5	-15,8	7,8	48,7	52,6	49,0	47,1
2014 Juli	0,4	0,2	0,2	-18,5	15,3	52,8	54,9	50,1	48,5
Aug.	-0,7	-0,1	1,0	-16,3	12,8	51,8	53,4	50,3	48,3
Sept.	-1,9	-4,2	-0,6	-17,2	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
Okt.	0,3	-5,6	1,6	-17,1	8,4	49,0	53,1	49,0	46,4
Nov.	-1,6	-3,0	3,3	-15,0	8,8	49,0	52,7	48,8	47,1
Dez.	-4,9	-2,8	2,7	-15,3	6,3	48,1	52,0	49,1	47,7

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Thomson Reuters (Tabelle 4.3, 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) Importgewicht: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2004-2006; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Binnennachfrage im Zeitraum 2004-2006.

#### 4.5 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010=100)	Nach Wirtschaftszweigen										
		Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstel- lung von Waren, Energieversorgung und Versorgungs- wirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommuni- kation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirt- schaftliche Dienstleis- tungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2011	100,6	0,6	0,3	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,4	0,8	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,6	2,1	2,6	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,5	2,1	0,4	1,5	1,8	2,5	-2,4	1,0	1,6	2,2
2013 Q4	104,2	1,2	-4,1	0,3	0,0	0,7	1,7	3,3	-2,4	0,6	2,7	2,0
2014 Q1	104,5	0,7	-4,1	0,9	-0,4	0,3	3,7	0,5	0,4	1,2	0,9	0,8
Q2	104,8	1,0	-3,3	1,7	0,1	0,5	3,6	0,6	0,1	2,2	0,8	1,6
Q3	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,8	0,5	0,4	2,4	0,9	1,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2011	102,1	2,1	3,3	2,9	3,0	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,5
2012	103,8	1,7	1,9	2,3	2,5	1,7	2,0	1,0	2,0	2,3	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,1	2,7	1,6	1,4	0,9	2,4	-0,3	1,0	1,8	1,7
2013 Q4	106,4	2,0	-0,2	2,5	2,1	1,4	1,0	2,9	-0,7	0,8	2,8	2,4
2014 Q1	106,9	1,8	0,1	2,6	3,5	1,8	2,6	1,0	0,8	1,5	1,5	1,5
Q2	107,0	1,4	0,9	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,8	1,3	1,3	1,2
Q3	107,4	1,3	1,9	1,9	1,1	1,0	1,9	1,8	1,3	1,7	1,3	0,7
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,9	1,8	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,1	-0,9	1,8	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,2	-0,1	-0,9	-0,1	2,2	-0,1	0,2	-0,6
2013 Q4	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,7	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,4
2014 Q1	102,3	1,0	4,4	1,6	3,9	1,4	-1,1	0,5	0,4	0,3	0,5	0,7
Q2	102,1	0,4	4,4	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,3	0,7	-0,9	0,4	-0,4
Q3	102,0	0,2	4,7	0,4	0,3	0,4	-1,9	1,3	0,9	-0,6	0,4	-0,7
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2011	101,8	1,8	2,3	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,2	2,6	1,1	1,4
2012	104,7	2,9	4,0	3,7	4,9	3,4	2,4	1,5	2,2	3,2	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,3	2,5	2,7	2,1	0,9	2,8	1,1	1,8	2,1	2,1
2013 Q4	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,1	1,7	0,4	2,9	1,3	1,1	2,9	2,4
2014 Q1	108,0	1,2	-0,4	0,8	2,0	1,6	2,1	0,7	1,2	1,6	1,0	1,0
Q2	108,4	1,5	1,8	1,8	2,2	1,5	1,9	2,4	1,9	1,3	1,1	1,5
Q3	108,7	1,3	2,3	1,4	1,3	1,1	1,8	2,0	1,4	1,6	1,3	1,0
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2011	101,3	1,3	3,1	2,2	0,8	1,7	3,9	1,3	1,4	-0,4	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,5	1,6	1,9	0,5	2,3	1,9	1,1	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,5	2,0	0,5	-0,9	0,2	3,3	0,5	0,5	-0,1
2013 Q4	103,3	0,7	2,8	1,3	2,2	0,8	-1,4	-0,5	3,2	0,6	0,2	0,4
2014 Q1	103,4	0,4	3,2	0,0	2,5	1,1	-1,4	0,0	0,7	0,4	0,0	0,4
Q2	103,6	0,6	3,8	0,3	2,1	1,1	-1,8	1,7	1,3	-0,4	0,3	0,3
Q3	103,4	0,3	3,7	0,0	0,7	0,5	-1,8	1,5	1,6	-0,3	0,5	-0,2

#### 4.6 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2008 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdieste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	7
	1	2	3	4	5	6	7
2011	106,7	2,3	2,1	2,7	2,6	1,4	2,0
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2013 Q4	117,1	1,3	1,6	0,3	1,0	2,1	1,7
2014 Q1	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
Q2	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,9
Q3	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7

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)).

# 5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

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

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Repogeschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	11			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	7					8	9	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
	<b>Bestände</b>											
2011	843,6	3 961,6	4 805,2	1 840,1	1 962,6	3 802,7	8 607,9	147,4	537,6	205,2	890,3	9 498,3
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013	908,8	4 483,2	5 391,9	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 206,3	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,6
2013 Q4	908,8	4 483,2	5 391,9	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 206,3	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,6
2014 Q1	924,8	4 563,8	5 488,6	1 667,7	2 125,3	3 793,1	9 281,7	117,1	403,2	84,8	605,1	9 886,8
Q2	931,5	4 627,9	5 559,4	1 671,0	2 131,2	3 802,3	9 361,7	129,7	397,0	75,8	602,5	9 964,2
Q3	948,2	4 745,8	5 694,0	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 478,1	122,4	419,2	68,8	610,5	10 088,5
2014 Juni	931,5	4 627,9	5 559,4	1 671,0	2 131,2	3 802,3	9 361,7	129,7	397,0	75,8	602,5	9 964,2
Juli	936,3	4 669,9	5 606,3	1 669,5	2 131,7	3 801,1	9 407,4	128,6	409,1	70,1	607,8	10 015,2
Aug.	943,3	4 713,8	5 657,1	1 658,2	2 134,2	3 792,3	9 449,4	128,6	404,2	74,1	606,9	10 056,3
Sept.	948,2	4 745,8	5 694,0	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 478,1	122,4	419,2	68,8	610,5	10 088,5
Okt.	949,5	4 794,6	5 744,1	1 624,8	2 132,5	3 757,4	9 501,4	130,3	432,6	67,0	630,0	10 131,4
Nov. <sup>(p)</sup>	956,5	4 857,7	5 814,2	1 619,4	2 138,4	3 757,7	9 572,0	128,2	435,2	71,6	635,0	10 206,9
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011	48,7	43,5	92,2	34,8	33,9	68,7	160,9	-16,8	-29,4	37,8	-8,4	152,6
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	246,3	291,7	-111,1	43,9	-67,2	224,5	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,9
2013 Q4	14,9	33,5	48,4	-15,0	-6,1	-21,1	27,3	9,5	-4,2	-27,0	-21,8	5,5
2014 Q1	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,0	76,5	12,4	-6,0	-5,8	0,7	77,2
Q3	16,7	109,1	125,8	-27,1	5,1	-21,9	103,8	-8,2	8,9	2,8	3,5	107,3
2014 Juni	2,7	18,4	21,0	1,9	3,7	5,6	26,6	8,6	-1,5	-1,0	6,2	32,8
Juli	4,8	41,8	46,6	-2,6	0,4	-2,2	44,4	-1,3	12,2	-5,5	5,4	49,7
Aug.	7,0	41,9	48,9	-12,1	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
Sept.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,7	1,5	4,3	-0,9	19,4
Okt.	1,3	48,3	49,6	-22,2	-4,5	-26,7	22,9	7,9	13,5	-2,0	19,4	42,3
Nov. <sup>(p)</sup>	7,0	63,4	70,4	-5,4	5,9	0,5	70,9	-2,1	2,6	4,3	4,8	75,7
	<b>Wachstumsraten</b>											
2011	6,1	1,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	-9,7	-5,1	30,2	-1,0	1,6
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2013 Q4	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014 Q1	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,2	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
2014 Juni	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,2	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
Juli	5,6	5,6	5,6	-4,3	0,2	-1,8	2,5	0,9	-4,0	-28,7	-7,0	1,8
Aug.	5,8	5,9	5,9	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,9	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
Sept.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Okt.	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,0	2,5
Nov. <sup>(p)</sup>	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,8	-16,3	0,3	3,1

Quelle: EZB.

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

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					Private Haushalte <sup>2)</sup>					Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen	Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>3)</sup>		
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte					
<b>Bestände</b>															
2011	1 549,5	1 018,5	440,7	74,6	15,8	5 089,1	2 260,6	944,7	1 860,8	23,0	802,1	193,8	277,3		
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3		
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,6	192,8	298,6		
2013 Q4	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,6	192,8	298,6		
2014 Q1	1 732,1	1 223,8	398,2	95,2	15,0	5 442,6	2 583,8	864,5	1 988,6	5,7	780,4	205,7	313,3		
Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,7	210,3	314,6		
Q3	1 784,7	1 279,3	391,1	98,9	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	800,1	208,4	327,1		
2014 Juni	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,7	210,3	314,6		
Juli	1 764,8	1 256,4	396,4	98,2	13,8	5 495,5	2 642,4	855,6	1 992,5	5,0	805,6	215,6	318,2		
Aug.	1 778,9	1 270,2	394,8	98,5	15,4	5 513,4	2 664,4	850,0	1 994,2	4,9	801,5	216,7	324,2		
Sept.	1 784,7	1 279,3	391,1	98,9	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	800,1	208,4	327,1		
Okt.	1 786,6	1 293,8	379,3	100,0	13,5	5 531,1	2 700,0	835,6	1 990,8	4,7	831,9	211,0	321,7		
Nov. <sup>(p)</sup>	1 816,3	1 320,4	382,0	100,9	13,1	5 552,5	2 730,5	827,1	1 990,1	4,8	840,1	211,4	323,4		
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>															
2011	-1,1	5,2	-1,0	-5,0	-0,3	71,8	-2,6	42,0	39,5	-7,1	-1,6	12,8	13,6		
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0		
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-16,8	-14,2	-8,5		
2013 Q4	39,1	27,2	4,8	0,7	6,4	5,4	40,7	-30,5	-3,2	-1,6	3,5	-9,8	-16,3		
2014 Q1	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,1	12,3	13,1		
Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,4	4,6	0,9		
Q3	24,9	29,2	-5,7	1,6	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-3,5	-2,3	12,6		
2014 Juni	4,3	7,4	-3,1	0,0	-0,1	20,7	17,8	-0,4	3,9	-0,6	-0,8	4,6	3,8		
Juli	10,5	10,0	1,2	0,9	-1,6	13,4	18,8	-4,5	-1,5	0,5	5,7	5,1	3,6		
Aug.	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,4	21,6	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9		
Sept.	1,7	6,3	-4,7	0,4	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-4,2	-8,5	3,1		
Okt.	1,8	14,3	-11,6	0,9	-1,9	-0,9	13,1	-9,5	-4,3	-0,2	31,6	2,6	-5,5		
Nov. <sup>(p)</sup>	29,9	26,8	2,7	0,8	-0,4	21,7	30,7	-8,4	-0,7	0,1	8,6	0,4	1,2		
<b>Wachstumsraten</b>															
2011	-0,1	0,5	-0,2	-6,3	-2,2	1,4	-0,1	4,7	2,2	-23,7	-0,2	7,2	5,2		
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1		
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,1	-6,9	-2,8		
2013 Q4	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,1	-6,9	-2,8		
2014 Q1	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,6	-4,3	2,3		
Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,3	1,7	-0,3		
Q3	5,7	8,2	-2,1	3,1	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,2	2,3	3,3		
2014 Juni	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,3	1,7	-0,3		
Juli	5,9	8,1	-0,8	4,1	28,0	1,8	6,8	-7,4	0,0	-26,9	-3,5	3,3	1,3		
Aug.	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,1	5,5	2,6		
Sept.	5,7	8,2	-2,1	3,1	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,2	2,3	3,3		
Okt.	4,7	8,2	-5,5	2,5	12,0	2,1	6,9	-6,9	0,1	-18,5	1,0	3,4	2,2		
Nov. <sup>(p)</sup>	5,3	8,8	-5,4	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,6	4,0	0,8		

Quelle: EZB.

- 1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- 2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 3) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet							Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite							
					Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>3)</sup>	An nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2011	3 169,0	1 176,1	1 993,0	13 298,0	11 022,2	-	4 727,8	5 232,6	970,8	91,1	1 528,5	747,3
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2013 Q4	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014 Q1	3 454,0	1 113,0	2 341,0	12 661,6	10 531,2	-	4 337,6	5 232,2	860,6	100,7	1 329,9	800,5
Q2	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1
Q3	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 284,5	5 194,5	862,4	103,3	1 307,0	809,8
2014 Juni	3 447,9	1 101,7	2 346,2	12 588,1	10 464,7	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,3	806,1
Juli	3 469,4	1 106,9	2 362,5	12 570,9	10 439,1	-	4 293,9	5 191,0	852,2	102,1	1 321,0	810,7
Aug.	3 500,5	1 105,5	2 395,0	12 560,4	10 434,7	-	4 290,6	5 191,5	854,9	97,8	1 314,4	811,3
Sept.	3 508,9	1 102,3	2 406,7	12 561,6	10 444,7	-	4 284,5	5 194,5	862,4	103,3	1 307,0	809,8
Okt.	3 523,4	1 097,3	2 426,1	12 543,9	10 431,5	-	4 274,0	5 197,2	857,4	102,9	1 301,1	811,3
Nov. <sup>(p)</sup>	3 537,8	1 108,7	2 429,1	12 534,2	10 431,0	-	4 271,4	5 194,6	857,6	107,4	1 292,3	810,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2011	96,2	-54,6	150,8	52,4	105,8	132,4	58,4	81,9	-35,8	1,3	-23,5	-29,9
2012	184,9	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,5	-73,7	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2013 Q4	-42,3	-11,6	-30,7	-130,1	-56,7	-51,0	-26,5	-5,9	-27,5	3,1	-69,1	-4,2
2014 Q1	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
Q2	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
Q3	41,1	-1,4	42,5	-18,9	-10,5	-10,9	-17,7	8,0	-5,1	4,2	-14,1	5,7
2014 Juni	-29,7	-13,2	-16,5	4,3	-7,2	-1,2	-2,0	2,2	-9,4	2,0	-2,1	13,6
Juli	15,1	3,4	11,7	-3,5	-15,1	-16,3	-11,5	1,2	-7,9	3,1	3,1	8,5
Aug.	20,5	-1,4	21,9	-10,8	-3,2	-2,7	-3,4	3,1	1,4	-4,3	-7,3	-0,2
Sept.	5,5	-3,5	9,0	-4,7	7,8	8,1	-2,8	3,7	1,4	5,5	-10,0	-2,5
Okt.	18,7	-6,3	24,9	-6,0	-3,7	-2,0	-2,3	4,2	-5,2	-0,4	-6,9	4,6
Nov. <sup>(p)</sup>	5,6	11,1	-5,5	-13,4	2,7	9,0	-0,6	-1,3	0,0	4,5	-10,5	-5,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2011	3,2	-4,4	8,3	0,4	1,0	1,2	1,6	-3,7	1,6	-1,5	-3,8	
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	-2,2	-4,6	5,2	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	
2013 Q4	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	
2014 Q1	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	
Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	
Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	
2014 Juni	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	
Juli	-1,8	-1,1	-2,0	-1,9	-1,6	-1,0	-2,3	-0,5	-4,8	7,0	-7,3	
Aug.	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	
Sept.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	
Okt.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	-0,4	-2,5	5,8	-7,9	
Nov. <sup>(p)</sup>	0,9	0,6	1,0	-1,4	-0,9	-0,2	-1,6	-0,4	-1,5	8,0	-7,2	

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) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					Private Haushalte <sup>2)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumenten-kredite	Wohnungsbau-kredite	Sonstige Kredite
		Um Kredit- verkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>3)</sup>					Um Kredit- verkäufe und -verbriefungen bereinigt <sup>3)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2011	4 727,8	-	1 146,1	860,5	2 721,2	5 232,6	-	626,1	3 777,0	829,5
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2013 Q4	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014 Q1	4 337,6	-	1 056,9	732,8	2 548,0	5 232,2	-	572,3	3 867,0	793,0
Q2	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 835,3	785,4
Q3	4 284,5	-	1 055,7	726,0	2 502,8	5 194,5	-	567,1	3 844,0	783,4
2014 Juni	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 835,3	785,4
Juli	4 293,9	-	1 051,2	731,1	2 511,5	5 191,0	-	571,1	3 836,6	783,3
Aug.	4 290,6	-	1 049,4	730,1	2 511,0	5 191,5	-	566,7	3 843,6	781,2
Sept.	4 284,5	-	1 055,7	726,0	2 502,8	5 194,5	-	567,1	3 844,0	783,4
Okt.	4 274,0	-	1 052,2	723,8	2 498,1	5 197,2	-	568,8	3 848,3	780,1
Nov. <sup>(p)</sup>	4 271,4	-	1 040,1	734,1	2 497,2	5 194,6	-	566,8	3 848,6	779,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2011	58,4	64,2	23,8	-22,9	57,4	81,9	102,6	-11,6	86,0	7,5
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2013 Q4	-26,5	-28,2	-8,9	-18,2	0,6	-5,9	1,0	-5,6	6,4	-6,7
2014 Q1	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	10,1	-3,0
Q2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-32,7	-0,7
Q3	-17,7	-19,2	-3,3	-6,6	-7,7	8,0	9,4	1,2	10,2	-3,4
2014 Juni	-2,0	2,9	17,4	2,9	-22,4	2,2	3,3	0,9	0,8	0,5
Juli	-11,5	-13,1	-7,4	-1,9	-2,2	1,2	1,9	0,7	1,7	-1,2
Aug.	-3,4	-3,1	-1,9	-1,2	-0,3	3,1	3,3	-1,2	6,0	-1,6
Sept.	-2,8	-3,0	6,0	-3,5	-5,3	3,7	4,2	1,7	2,6	-0,6
Okt.	-2,3	-2,1	-1,8	-0,9	0,4	4,2	5,7	1,9	4,1	-1,7
Nov. <sup>(p)</sup>	-0,6	0,6	-11,7	10,8	0,3	-1,3	3,8	-1,4	0,0	0,1
<b>Wachstumsraten</b>										
2011	1,2	1,4	2,1	-2,6	2,2	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 Q4	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 Q1	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,8
Q2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4
Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
2014 Juni	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4
Juli	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-1,9	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,4
Aug.	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	0,0	-1,7
Sept.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Okt.	-1,8	-1,6	-1,0	-3,3	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,8
Nov. <sup>(p)</sup>	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7	-1,6	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,4

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 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>									
2011	313,6	7 677,9	2 544,8	115,2	2 809,2	2 208,6	922,8	99,9	268,1	157,8
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 304,4	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,3	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2013 Q4	260,2	7 304,4	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,3	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014 Q1	260,9	7 342,5	2 355,5	91,1	2 472,5	2 423,4	1 256,1	118,5	177,0	116,7
Q2	270,2	7 294,6	2 301,8	90,1	2 455,1	2 447,6	1 357,6	135,2	171,2	119,0
Q3	249,6	7 331,6	2 278,6	92,4	2 457,0	2 503,5	1 419,5	179,8	163,6	121,7
2014 Juni	270,2	7 294,6	2 301,8	90,1	2 455,1	2 447,6	1 357,6	135,2	171,2	119,0
Juli	272,2	7 298,8	2 292,7	90,7	2 453,3	2 462,1	1 404,7	141,2	169,6	121,0
Aug.	266,1	7 317,2	2 289,8	91,9	2 448,4	2 487,2	1 416,0	162,9	171,9	116,9
Sept.	249,6	7 331,6	2 278,6	92,4	2 457,0	2 503,5	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Okt.	254,2	7 270,2	2 265,7	91,8	2 419,9	2 492,8	1 417,8	170,7	183,1	121,1
Nov. <sup>(p)</sup>	256,3	7 262,6	2 258,6	91,0	2 404,4	2 508,6	1 465,6	188,3	184,4	130,8
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>									
2011	-1,4	212,6	56,2	-2,5	16,7	142,2	161,4	53,7	-0,5	10,1
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-89,5	-18,6	-14,3	-137,6	81,0	359,2	-64,7	32,2	43,9
2013 Q4	-20,9	-16,2	-18,6	-2,0	9,1	-4,7	133,0	7,8	-15,4	-3,7
2014 Q1	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,4	83,4	15,7	-5,8	2,3
Q3	-20,9	-3,0	-28,4	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
2014 Juni	-1,1	-30,3	-12,1	-1,1	-14,5	-2,7	34,0	-7,2	24,0	26,1
Juli	2,0	-2,5	-10,2	0,6	-10,6	17,7	35,5	2,1	-1,6	1,9
Aug.	-6,1	1,4	-4,5	1,1	-5,5	10,3	-1,4	25,3	2,2	-4,1
Sept.	-16,9	-1,9	-13,7	0,6	-12,4	23,6	-6,2	6,0	-8,3	4,7
Okt.	2,3	-31,7	-11,6	-0,6	-29,8	10,2	13,9	-13,6	19,5	-0,5
Nov. <sup>(p)</sup>	2,1	-19,1	-6,9	-0,8	-14,1	2,8	47,0	19,5	1,3	9,6
	<b>Wachstumsraten</b>									
2011	-0,3	2,9	2,3	-2,1	0,7	7,0	-	-	-0,2	6,8
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2013 Q4	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014 Q1	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,5	-	-	-23,8	-4,5
Q3	-11,6	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
2014 Juni	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,5	-	-	-23,8	-4,5
Juli	-9,2	-1,3	-4,2	-5,1	-2,6	3,3	-	-	-9,8	9,1
Aug.	-6,1	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,5	-0,9
Sept.	-11,6	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Okt.	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
Nov. <sup>(p)</sup>	-1,8	-1,9	-5,4	-1,1	-4,9	4,9	-	-	-4,4	-6,6

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

# 6 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungs-saldo	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens-wirksame Ausgaben
		Ins-gesamt	Laufende Einnahmen			Vermögens-wirksame Einnahmen	Ins-gesamt	Laufende Ausgaben						
			Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial-beiträge			Arbeitnehmer-entgelt	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Sozial-ausgaben <sup>3)</sup>			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 Q1	-2,8	46,6	46,1	12,5	13,0	15,4	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,8	23,0	4,0
Q2	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8

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

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

	Ins-gesamt	Schuldart			Gläubiger		Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung		
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Gebietsansässige	Gebiets-fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahre	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 Q1	91,9	2,7	16,7	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schulden-quote <sup>4)</sup>	Primärsaldo	Deficit-Debt-Adjustments <sup>5)</sup>								Wachstum/ Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneu-verschuldung
			Ins-gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen	Sonstige		
				Zusam-men	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 Q1	1,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,1	1,5	3,0
Q2	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,1	1,4	2,5

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	Belgien	Deutschland	Estland	Irland	Griechenland	Spanien	Frankreich	Italien	Zypern
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Finanzierungssaldo									
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 Q1	-2,9	0,4	-0,4	-5,5	-10,2	-6,5	-4,0	-2,9	-5,0
Q2	-3,1	0,5	-0,3	-5,4	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,0
Verschuldung									
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 Q1	108,5	75,6	10,5	121,9	174,3	94,9	94,0	130,7	102,5
Q2	108,7	75,3	10,5	116,7	177,4	96,4	95,2	133,8	109,5

	Lettland	Litauen	Luxemburg	Malta	Niederlande	Österreich	Portugal	Slowenien	Slowakei	Finnland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Finanzierungssaldo										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 Q1	0,0	-1,0	0,2	-3,0	-3,1	-1,5	-4,1	-13,5	-2,7	-2,5
Q2	0,1	-1,1	0,3	-3,2	-3,0	-1,5	-4,8	-13,1	-2,7	-2,5
Verschuldung										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 Q1	38,7	39,9	23,2	72,3	68,1	81,3	131,6	77,1	57,5	57,5
Q2	41,1	38,7	23,1	75,0	69,6	82,4	129,6	78,3	55,6	58,9

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

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