



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2016



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	10
3 Konjunkturentwicklung	11
4 Preise und Kosten	14
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	17

Kästen

1 Bestimmungsfaktoren des Wirtschaftsabschwungs in Brasilien	20
2 Nähere Betrachtung der Differenzen zwischen industrieller Bruttowertschöpfung und Industrieproduktion	24
3 Eurosystem veröffentlicht Einzelheiten zu den Kriterien für die Zulassung von Ratingagenturen	28

Aufsatz

1 Jüngste Struktur- und Kostenentwicklungen bei der Bankenfinanzierung im Euro-Währungsgebiet	31
---	----

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

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Das Wachstum der Weltwirtschaft verläuft weiterhin moderat und unausgewogen. Während die Industrieländer nach wie vor kräftig expandieren, entwickelt sich die Wirtschaft der Schwellenländer insgesamt weiterhin schwach und vergleichsweise uneinheitlich. Der Welthandel erholt sich, wenn auch langsam, von seiner ausgeprägten Wachstumsschwäche in der ersten Jahreshälfte 2015. Die Gesamtinflation ist weltweit auf einem niedrigen Niveau geblieben, und der in jüngster Zeit verzeichnete abermalige Rückgang der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe wird den Inflationsdruck weiter dämpfen.

Die gestiegene Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in China sowie das neuerliche Nachgeben der Ölpreise haben weltweit zu einer starken Korrektur der Aktienkurse geführt und die Staatsanleiherenditen im Euroraum einem neuen Abwärtsdruck ausgesetzt. Die Renditeabstände von Unternehmens- wie auch von Staatsanleihen haben sich leicht vergrößert. Die Zunahme der globalen Unsicherheit ging mit einem Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses einher.

Die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet erholt sich vor allem aufgrund der dynamischen Entwicklung des privaten Verbrauchs weiter. In jüngster Zeit wurde die wirtschaftliche Belebung durch die Verlangsamung des Exportwachstums jedoch etwas gedämpft. Die aktuellen Indikatoren bestätigen die Einschätzung, dass das Wachstumstempo im vierten Quartal 2015 insgesamt unverändert geblieben ist. Was die weitere Entwicklung angeht, so dürfte die Binnennachfrage durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positiven Effekt auf die finanziellen Bedingungen, aber auch durch die bisherigen Fortschritte bei Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen weiter gestützt werden. Darüber hinaus sollte sich auch der erneute Rückgang der Ölpreise günstig auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragslage der Unternehmen und damit auch auf den privaten Verbrauch und die Investitionen auswirken. Des Weiteren ist im Euroraum eine leichte Lockerung des finanzpolitischen Kurses zu beobachten, die unter anderem mit Hilfsmaßnahmen für Flüchtlinge zusammenhängt. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet durch die gedämpften Wachstumsaussichten der Schwellenländer, die Volatilität an den Finanzmärkten, die in einer Reihe von Sektoren erforderlichen Bilanzanpassungen sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst. In Bezug auf die Wachstumsperspektiven des Euroraums überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken, die sich insbesondere aus der erhöhten Unsicherheit im Hinblick auf die weltwirtschaftliche Entwicklung und aus den allgemeinen geopolitischen Risiken ergeben.

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet belief sich im Dezember 2015 auf 0,2 %, verglichen mit 0,1 % im November. Sie blieb damit hinter den Erwartungen zurück, was im Wesentlichen auf den erneuten starken

Rückgang der Ölpreise sowie geringere Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Dienstleistungen zurückzuführen war. Die meisten Messgrößen der Kerninflation blieben nach ihrem Anstieg in der ersten Jahreshälfte 2015 insgesamt stabil. Die Aufwärtsdynamik war weiterhin vor allem den Einfuhrpreisen (ohne Energie) geschuldet, während der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb moderat blieb. Anhand der derzeitigen Terminpreise für Öl, die deutlich unter dem noch vor wenigen Wochen verzeichneten Niveau liegen, ist für 2016 im Vergleich zu den Aussichten von Anfang Dezember 2015 nunmehr mit einer signifikant niedrigeren jährlichen Teuerung nach dem HVPI zu rechnen. Gegenwärtig wird davon ausgegangen, dass die Inflationsraten in den kommenden Monaten auf einem sehr niedrigen Niveau bleiben oder sich ins Negative kehren werden; erst im späteren Jahresverlauf 2016 dürften sie wieder ansteigen. Im Anschluss daran sollten sich die Teuerungsraten, gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die konjunkturelle Belebung, weiter erholen. Gleichwohl werden die Risiken von Zweitrundeneffekten, die sich aus der neuerlichen Verbilligung von Energieträgern ergeben könnten, genau beobachtet.

Das kräftige Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 hielt auch im November an. Hierfür ausschlaggebend waren die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung der liquidesten monetären Aktiva und der Effekt des erweiterten Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten. Unterdessen erholte sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euroraum sukzessive weiter. Begünstigend wirkten sich hier eine Lockerung der Kreditrichtlinien sowie die anziehende Kreditnachfrage aus. Das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bleibt jedoch verhalten, da sich in der Entwicklung der Unternehmenskreditvergabe nach wie vor deren verzögerte Reaktion auf den Konjunkturzyklus, das Kreditrisiko sowie die anhaltenden Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor niederschlagen.

In seiner Sitzung am 21. Januar 2016 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und nach der im Dezember 2015 erfolgten Rekalibrierung seiner geldpolitischen Maßnahmen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Die im Rahmen der geldpolitischen Sondermaßnahmen getätigten Ankäufe von Vermögenswerten verlaufen reibungslos und wirken sich nach wie vor positiv auf die Kosten und die Verfügbarkeit von Krediten an Unternehmen und private Haushalte aus. Allgemeiner betrachtet geht aus der Datenlage zum Jahresbeginn 2016 eindeutig hervor, dass die seit Mitte 2014 vom EZB-Rat ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen Wirkung zeigen. So haben sich die realwirtschaftliche Entwicklung, die Kreditvergabe und die Finanzierungsbedingungen verbessert, wodurch die Widerstandsfähigkeit des Euroraums gegenüber den jüngsten weltwirtschaftlichen Schocks gewachsen ist. Die Anfang Dezember 2015 gefassten Beschlüsse, den monatlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten im Umfang von 60 Mrd € mindestens bis Ende März 2017 fortzuführen und die Tilgungsbeträge bei Fälligkeit so lange wie erforderlich wieder anzulegen, werden zu einer deutlich höheren Liquiditätsausstattung des Bankensystems führen und die Forward Guidance in Bezug auf die Zinssätze stärken.

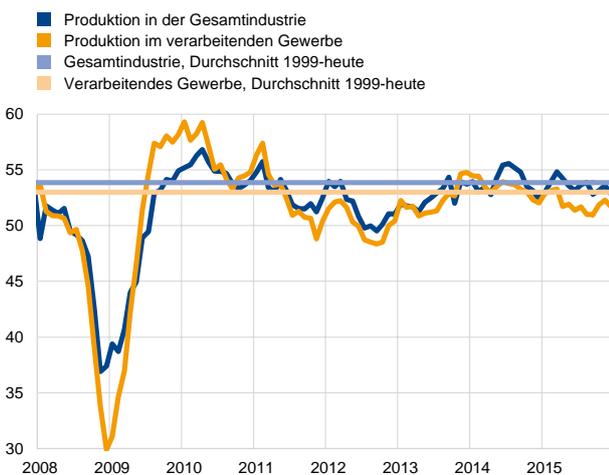
Allerdings haben nach Einschätzung des EZB-Rats die Abwärtsrisiken vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit über die Wachstumsaussichten der Schwellenländer, der Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten und der geopolitischen Risiken zu Beginn des laufenden Jahres erneut zugenommen. In diesem Umfeld ist auch die Inflationsdynamik des Euroraums weiterhin schwächer als erwartet. Daher wird der EZB-Rat Anfang März mit Vorliegen der neuen von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen – welche sich auch auf das Jahr 2018 erstrecken werden – seinen geldpolitischen Kurs überprüfen und möglicherweise überdenken müssen. Unterdessen werden Maßnahmen eingeleitet, die sicherstellen, dass bis dahin alle technischen Voraussetzungen geschaffen sind, damit gegebenenfalls die gesamte Palette geldpolitischer Optionen zur Umsetzung bereitsteht.

Die Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass das weltwirtschaftliche Wachstum zum Jahreswechsel nach wie vor moderat und uneinheitlich war.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der

Abbildung 1
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI)

(Diffusionsindex, 50 = keine Veränderung)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2015.

Gesamtindustrie verringerte sich im Dezember 2015 von 53,6 auf 52,9 Punkte, wobei sowohl in der Dienstleistungsbranche als auch im verarbeitenden Gewerbe eine Abschwächung zu beobachten war (siehe Abbildung 1). Gegenüber dem Vorquartal sank der Index im Schlussquartal 2015 leicht. Die Daten lassen auf eine nachhaltige Wachstumsdynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schließen: In den Vereinigten Staaten verlor die Konjunktur zwar etwas an Schwung, aber die EMIs im Vereinigten Königreich und in Japan verzeichneten jeweils einen Anstieg. Die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern ist weiterhin insgesamt verhalten und weist nach wie vor von Land zu Land Unterschiede auf. Aus den jüngsten EMI-Daten für das vierte Quartal sind eine leichte konjunkturelle Aufhellung in China, eine Wachstumsverlangsamung in Indien und Russland sowie eine anhaltende Konjunkturschwäche in Brasilien abzulesen.

Der Welthandel hat sich weiter erholt, wenn auch nur langsam. Zwar erwies sich der internationale Handel im ersten Halbjahr 2015 als sehr träge, in der Folgezeit belebte er sich jedoch. Das Wachstum der globalen Wareneinfuhren schwächte sich dem Volumen nach im Oktober geringfügig ab und lag gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum bei 1,8 % (nach 2,3 % im September). In den Industriestaaten nahm die Importtätigkeit zu, während der Wachstumsbeitrag der Schwellenländer sank, was vor allem den rückläufigen Handelsaktivitäten in Lateinamerika geschuldet war. Allerdings bestätigen erste, auf Länderebene verfügbare monatliche Daten, dass sich das weltweite Importwachstum gegen Ende letzten Jahres wieder verlangsamt haben dürfte. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft gab im Dezember etwas nach und belief sich auf 50,6 Punkte. Damit blieb er jedoch über der Wachstumsschwelle, was auf eine weiterhin moderate Zunahme des Handels zur Jahreswende hindeutet.

Die Gesamtinflation hielt sich weltweit auf einem niedrigen Niveau. Aufgrund eines weniger negativen Beitrags der Energiepreise stieg die jährliche Teuerung auf der Verbraucherebene in den OECD-Ländern im November leicht auf 0,7 % nach 0,6 % im Vormonat. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die Preissteigerungsrate unverändert bei 1,8 %. Hinter den insgesamt niedrigen VPI-Inflationsraten auf globaler Ebene verbergen sich allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Während die Gesamtteuerung in den meisten Industriestaaten und auch in China gering ist, fällt sie in einigen großen Schwellenländern, so auch in Russland, Brasilien und der Türkei, wesentlich höher aus.

Der zuletzt verzeichnete neuerliche Rückgang der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe wird den Inflationsdruck weiter dämpfen.

Angesichts des Angebotsüberschusses am Ölmarkt und der sich abschwächenden Ölnachfrage waren die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent seit Mitte Oktober 2015 erneut rückläufig und lagen am 20. Januar 2016 bei 29 USD je Barrel. Auf der Angebotsseite verschärfte die Entscheidung der OPEC vom Dezember, ihre aktuellen Fördermengen auf Rekordniveau zu halten, diese Abwärtsdynamik. Auch die Produktion in den nicht der OPEC angehörenden Ländern war robuster als zuvor erwartet, und die sinkende Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten wurde durch Öllieferungen Kanadas, Norwegens und Russlands ausgeglichen. Mit Blick auf die Zukunft herrscht weiterhin Unsicherheit, wie sich die Aufhebung der Sanktionen gegen den Iran auf das globale Ölangebot auswirken wird. Was die Nachfrageseite betrifft, so ließen vorläufige Schätzungen erkennen, dass das Wachstum der weltweiten Ölnachfrage im Schlussquartal 2015 stärker zurückging, als dies im Vorfeld erwartet worden war. Gründe hierfür waren das ungewöhnlich milde Winterwetter in Europa, den USA und in Japan sowie ein trüberes Geschäftsklima in manchen Schwellenländern (China, Brasilien und Russland). Die Marktteilnehmer rechnen weiterhin mit einem nur sehr langsamen Anstieg der Ölpreise in den kommenden Jahren. Auch sonstige Rohstoffe haben sich seit Ende November geringfügig verbilligt (um 3 %); verantwortlich hierfür waren in erster Linie die rückläufigen Nahrungsmittelpreise, die um 4 % sanken.

Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten dürfte sich im letzten Jahresviertel 2015 verlangsamt haben, wenngleich die Fundamentaldaten nach wie vor solide sind.

Nachdem das reale BIP im dritten Vierteljahr auf Jahresrate hochgerechnet noch um 2,0 % zugelegt hatte, waren im Schlussquartal 2015 Anzeichen einer konjunkturellen Eintrübung zu erkennen. Die Einzelhandelsumsätze und Kraftfahrzeugkäufe gingen zurück, und die Indikatoren deuten zudem auf eine gewisse Schwäche in der Industrie hin, die sich auch am Rückgang des Index für das verarbeitende Gewerbe des Institute for Supply Management zeigt. Überdies wirken sich außenwirtschaftliche Faktoren, genauer gesagt das geringe weltwirtschaftliche Wachstum und der stärkere US-Dollar, noch immer negativ auf die Ausfuhren aus. Allerdings spricht die anhaltende deutliche Aufhellung am Arbeitsmarkt dafür, dass die konjunkturelle Grunddynamik bestehen bleibt und sich die Schwäche der Inlandsnachfrage größtenteils als zeitlich begrenzt erweisen dürfte. Die Beschäftigtenzahlen außerhalb der Landwirtschaft legten im Dezember 2015 kräftig zu, und die Arbeitslosenquote betrug 5,0 %. Die Gesamtsteuerungsrate liegt nach wie vor auf einem niedrigen Stand. Die jährliche am VPI-Gesamtindex gemessene Inflationsrate stieg aufgrund eines geringeren negativen Beitrags der Energiepreise von 0,2 % im Oktober auf 0,5 % im November. Ohne Nahrungsmittel und Energie betrachtet kletterte die Inflation geringfügig auf 2,0 %, was unter anderem höheren Preisen für Dienstleistungen zuzuschreiben war.

In Japan war die wirtschaftliche Dynamik recht verhalten. Der zweiten vorläufigen Datenveröffentlichung zufolge wurde das Wachstum des realen BIP für das dritte Vierteljahr 2015 um 0,5 Prozentpunkte nach oben revidiert und belief sich damit auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Die Konjunkturindikatoren lassen jedoch auf ein nur recht mäßiges Wachstum im Schlussquartal 2015 schließen. Zwar erholte sich die reale Warenausfuhr im November abermals, doch deuten die

rückläufigen Zahlen bei den Einzelhandelsumsätzen und der Industrieproduktion auf eine schwächere inländische Dynamik hin. Die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate blieb im November mit 0,3 % unverändert, erhöhte sich aber ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet auf 0,9 %.

Im Vereinigten Königreich stieg das BIP weiterhin in gemäßigtem Tempo

an. Im dritten Quartal 2015 erhöhte sich das reale BIP um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal und damit weniger stark als zuvor erwartet. Das Wirtschaftswachstum wurde von den robusten Konsumausgaben der privaten Haushalte getragen, denn aufgrund der niedrigen Energiepreise erhöhte sich deren real verfügbares Einkommen. Das Investitionswachstum entwickelte sich weiterhin positiv, obwohl es sich zum Vorquartal verlangsamte. Vom Außenhandel ging hingegen ein negativer Wachstumsimpuls aus. Konjunkturindikatoren, insbesondere die Daten zur Industrieproduktion sowie die Ergebnisse der Einkaufsmanagerbefragung, deuten auf ein stabiles BIP-Wachstum im Schlussquartal 2015 hin. Die Arbeitslosenquote tendierte nach unten und sank im Dreimonatszeitraum bis November auf 5,1 %. Das Einkommenswachstum fiel indes auf 2,0 % (nach 3,0 % im dritten Quartal). Im Dezember 2015 lag die jährliche am VPI-Gesamtindex gemessene Teuerungsrate aufgrund der niedrigen Energie- und Nahrungsmittelpreise bei annähernd null (0,2 %); ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet war ein leichter Anstieg auf 1,4 % zu verzeichnen.

In China rief die Volatilität an den Finanzmärkten erneut Unsicherheit im Hinblick auf die Konjunkturaussichten hervor, wengleich die gesamtwirtschaftlichen Daten nach wie vor mit einem nur allmählichen Rückgang der Zuwachsraten im Einklang stehen.

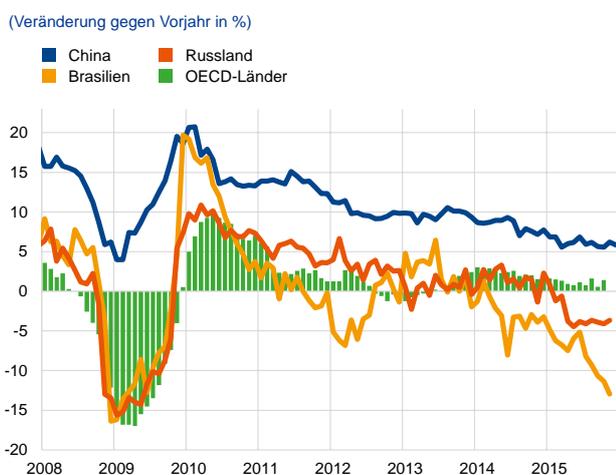
In den ersten Januarwochen kam es am chinesischen Aktienmarkt im Vorfeld der erwarteten Aufhebung eines sechsmonatigen Aktienverkaufsverbots für Großaktionäre zu drastischen Kurseinbrüchen. Die Daten für die Gesamtwirtschaft fielen dagegen robuster aus. So konnte China im vierten Jahresviertel 2015 ein Wirtschaftswachstum von 1,6 %

gegenüber dem Vorquartal verbuchen. Das jährliche Wachstum des realen BIP belief sich 2015 auf 6,9 % und entsprach damit nahezu dem von der Regierung vorgesehenen Zielwert. Von den Kurzfristindikatoren gehen weiterhin Signale einer allmählichen Konjunkturabkühlung aus. Angesichts der verhaltenen Industrieproduktion kommt es in gewissem Umfang zu einer wirtschaftlichen Neuausrichtung hin zu einem dienstleistungs- und konsumgetriebenen Wachstum.

In den anderen Schwellenländern bleibt die Wachstumsdynamik schwach und uneinheitlich.

Während in den rohstoffimportierenden Staaten (darunter Indien, die Türkei und die mittel- und osteuropäischen Staaten außerhalb des Eurogebiets) die Konjunktur nach wie vor robuster ist, bleibt die wirtschaftliche Aktivität in den rohstoffexportierenden Ländern weiterhin sehr verhalten. Mit Blick auf Brasilien weisen die jüngsten Konjunkturindikatoren sogar auf

Abbildung 2
Wachstum der Industrieproduktion weltweit



Quellen: OECD und nationale Quellen.
Anmerkung: Für China beziehen sich die jüngsten Angaben auf Dezember 2015, für Brasilien und Russland auf November 2015 und für die OECD-Länder auf Oktober 2015.

eine Verschärfung des Abschwungs hin. Wie in Kasten 1 dargelegt, signalisieren die schwachen inländischen Fundamentaldaten und der nur geringfügig positive Einfluss externer Faktoren, dass die Rezession in Brasilien auch im laufenden Jahr anhalten wird. Die russische Wirtschaft zeigte im dritten Quartal 2015 erste Anzeichen einer Verbesserung (siehe Abbildung 2), doch angesichts der starken Abhängigkeit des Landes von Öl dürfte sich der erneute Ölpreisverfall negativ auf den kurzfristigen Ausblick auswirken.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

(1. Januar 2014 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Januar 2016.

Angesichts der zunehmenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in China und des deutlichen Ölpreisrückgangs sind die Aktienkurse weltweit spürbar gesunken. Im

Berichtszeitraum vom 2. Dezember 2015 bis zum 20. Januar 2016 verzeichnete der marktbreite Euro-STOXX-Aktienindex ein Minus von rund 16 % (siehe Abbildung 3). In den Vereinigten Staaten waren etwas geringere Verluste zu beobachten: Die am S&P 500 gemessenen Notierungen sanken um etwa 12 %. Die Aktienkurse von Unternehmen aus der Finanzbranche im Euroraum und in den USA gaben um 18 % bzw. 13 % nach und entwickelten sich somit etwas schlechter als die Notierungen im nichtfinanziellen Sektor. Die Messgrößen für die Volatilität an den Aktienmärkten (als ein Indikator für die Finanzmarktunsicherheit) erhöhten sich unterdessen deutlich.

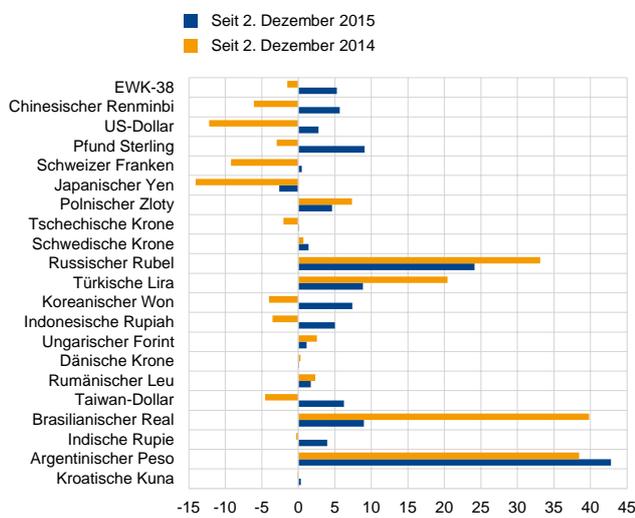
Die Entwicklung an den Öl- und den internationalen Aktienmärkten führte zu einem erneuten

Abwärtsdruck auf die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet, nachdem diese zu Beginn des Berichtszeitraums zugelegt hatten. So stiegen sie nach der EZB-Ratssitzung im Dezember 2015 zunächst an und gingen anschließend im Zuge der zunehmenden globalen Unsicherheit wieder leicht zurück. Im Berichtszeitraum erhöhte sich die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum um rund 15 Basispunkte und lag am 20. Januar 2016 bei 1,16 %. Die Länder mit einem niedrigeren Rating verzeichneten im Allgemeinen die stärksten Zuwächse bei den Renditen, was dazu führte, dass sich ihre Renditeabstände gegenüber Deutschland ausweiteten, wofür zum Teil auch finanzielle und politische Entwicklungen verantwortlich waren.

Durch die Zunahme der globalen Unsicherheit kam es zu einer Aufwertung des effektiven Wechselkurses des Euro. Die Gemeinschaftswährung verbuchte aufgrund des Renditeanstiegs nach der Dezember-Sitzung des EZB-Rats in der ersten Dezemberhälfte 2015 in effektiver Rechnung ein deutliches Plus. Der effektive Wechselkurs des Euro war bis Mitte Januar 2016 weitgehend stabil, legte danach angesichts der höheren globalen Unsicherheit jedoch wieder zu.

Abbildung 4 Veränderung des Euro-Wechselkurses

(Währung je Euro; Veränderung in %)



Quelle: EZB.

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

Insgesamt gewann der Euro in der Berichtsperiode handelsgewichtet 5,3 % an Wert (siehe Abbildung 4). Was die bilateralen Wechselkurse anbelangt, so wertete die Gemeinschaftswährung in Relation zum US-Dollar, zum Pfund Sterling, zum chinesischen Renminbi, zum russischen Rubel und zu den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften auf – insbesondere zum argentinischen Peso wurden nach dem Beschluss der neuen Regierung in Argentinien zur Aufhebung der Währungskontrollen Kursgewinne verzeichnet. Auch gegenüber den Währungen der rohstoffexportierenden Staaten und den Währungen der mittel- und osteuropäischen Länder legte der Euro zu. Im Verhältnis zum japanischen Yen gab er hingegen nach, was unter anderem auf die nachlassende Risikobereitschaft zurückzuführen war.

Der Anstieg der globalen Unsicherheit schlug sich auch in höheren Renditeabständen von Unternehmensanleihen nieder. Hochverzinsliche Anleihen mit niedrigerem Rating verzeichneten hierbei die stärksten Spreadausweitungen. Allerdings

fallen die Spreads sowohl für Investment-Grade- als auch für hochrentierliche Anleihen im Eurogebiet deutlich geringer aus als in den Vereinigten Staaten. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem die aufgrund des niedrigen Ölpreises sehr hohen Renditeabstände im US-Energiesektor.

Nach dem Beschluss des EZB-Rats, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 0,10 % auf -0,30 % zu senken, und vor dem Hintergrund des anhaltenden Anstiegs der Überschussliquidität ging der EONIA im Berichtszeitraum zurück. Er bewegte sich über weite Teile der Betrachtungsperiode weiterhin in einer Spanne von -22 bis -25 Basispunkten. Gegen Jahresende stieg er angesichts einer höheren Liquiditätsnachfrage vorübergehend auf rund -13 Basispunkte an. Im Berichtszeitraum erhöhte sich die Überschussliquidität um 62,5 Mrd € auf 639,9 Mrd €, was unter anderem auf die fortgeführten Ankäufe des Eurosystems im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten sowie auf eine Zuteilung von 18,3 Mrd € beim sechsten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft am 11. Dezember 2015 zurückzuführen war.

3 Konjunktorentwicklung

Die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet hellte sich vor allem aufgrund der Entwicklung der privaten Konsumausgaben weiter auf. Das reale BIP erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem

es im zweiten Vierteljahr um 0,4 % gestiegen war (siehe Abbildung 5).¹ Die jüngsten Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass sich dieser Wachstumstrend im Schlussquartal 2015 fortsetzte. Wenngleich die Wirtschaftsleistung nunmehr seit zweieinhalb Jahren zunimmt, liegt das reale BIP des Euroraums immer noch geringfügig unter seinem vor der Krise verzeichneten Höchststand vom ersten Quartal 2008.

Die privaten Konsumausgaben sind nach wie vor die Haupttriebfeder der anhaltenden Erholung.

Den Konsumausgaben kam der Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte zugute, der wiederum in erster Linie eine Folge der niedrigeren Ölpreise und der höheren Beschäftigung war. Die Ölpreise gingen 2015 in Euro gerechnet um gut 35 % gegenüber dem Vorjahr zurück, während sich die Beschäftigung im Eurogebiet (auf Basis der bis zum dritten Quartal verfügbaren Daten) um 1 % erhöhte. Neben dem verbilligten Öl wird der private Konsum von einer Vielzahl verschiedener Faktoren, die eine gestärkte Binnenkonjunktur signalisieren, gestützt. Die bilanziellen Restriktionen der privaten Haushalte haben allmählich nachgelassen, und das Verbrauchervertrauen ist nach wie vor robust. Was die kurzfristigen Aussichten betrifft, so weisen die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen auf eine gewisse Abschwächung der privaten Konsumausgaben hin. Hierbei handelt es sich jedoch den Einschätzungen zufolge um eine vorübergehende Schwäche, da sich darin der dämpfende Einfluss des milden Wetters auf den Einzelhandel sowie ein negativer Beitrag der französischen Einzelhandelsumsätze im Gefolge der Terroranschläge in Paris vom November 2015 widerspiegeln dürften. So lassen Umfrageergebnisse zum Verbrauchervertrauen und zur finanziellen Situation der privaten Haushalte auf eine anhaltend positive Entwicklung des privaten Konsums schließen.

Im Gegensatz dazu fiel das Investitionswachstum 2015 schwach aus, obschon es Anzeichen einer Aufhellung des Investitionsklimas außerhalb des Baugewerbes gibt.

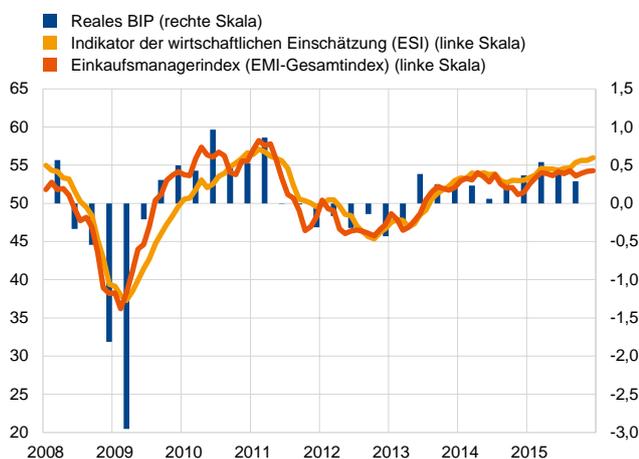
Im Schlussquartal 2015 haben sich die Investitionsbedingungen verbessert. Laut Europäischer Kommission stieg das Vertrauen im Investitionsgütersektor an und wirkte sich die geringe Nachfrage weniger produktionshemmend aus. Zudem weisen verfügbare Länderdaten sowie Angaben zur Investitionsgüter- und zur Bauproduktion auf ein moderates Wachstum im letzten Vierteljahr 2015 hin. Für die weitere Zukunft wird mit einer zyklischen Belebung der Investitionstätigkeit gerechnet, die durch eine regere Nachfrage, höhere Gewinnmargen und sinkende Kapazitätsreserven gestützt wird. Auch bei den Finanzierungsbedingungen ist eine Verbesserung zu beobachten. Die Inanspruchnahme von Außenfinanzierungsmitteln seitens der Unternehmen ist gestiegen, und die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln wie auch die aktuelle Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zeigen, dass die finanziellen Bedingungen weniger investitionshemmend wirken dürften. Dennoch könnten die Notwendigkeit eines weiteren Fremdkapitalabbaus der Unternehmen in einigen Ländern und die geringeren langfristigen Wachstumserwartungen der Anleger die Erholung der Investitionstätigkeit dämpfen.

¹ In der zweiten Veröffentlichung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet wurde das Wachstum sowohl für das erste als auch für das zweite Quartal 2015 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Abbildung 5

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index; Diffusionsindex)



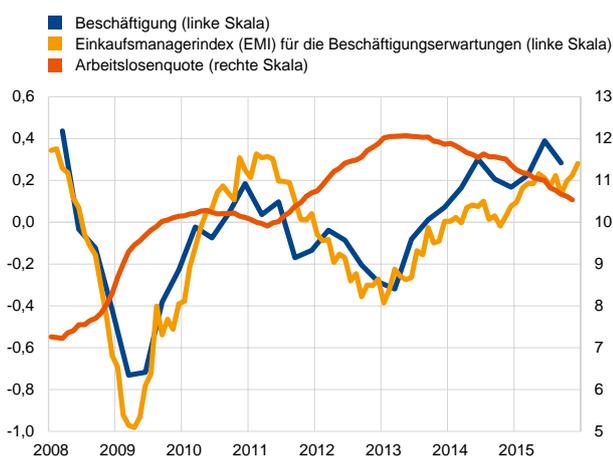
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.

Anmerkung: Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) ist normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex (EMI). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015 (reales BIP) bzw. Dezember 2015 (ESI und EMI).

Abbildung 6

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

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB.

Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex (EMI) ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015 (Beschäftigung), Dezember 2015 (EMI) bzw. November 2015 (Arbeitslosigkeit).

Das Exportwachstum des Euro-Währungsgebiets bleibt insgesamt verhalten.

Den monatlichen Handelsdaten für Oktober und November zufolge begannen sich die Ausfuhren gegen Ende 2015 zu erholen und lagen in den beiden genannten Monaten 0,4 % über ihrem Durchschnittswert vom dritten Quartal. Ausschlaggebend hierfür dürfte eine stärkere Wachstumsdynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gewesen sein, wohingegen einige Schwellenländer erneut negative Beiträge zum Exportwachstum leisteten. Aktuellere Indikatoren wie etwa Umfrageergebnisse deuten auf eine leichte Verbesserung der Auslandsnachfrage und einen Anstieg der Bestellungen aus Ländern außerhalb des Euroraums in nächster Zeit hin. Zudem werden die Ausfuhren weiterhin durch den Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses im ersten Halbjahr 2015 gestützt.

Insgesamt lassen die jüngsten Indikatoren den Schluss zu, dass das Wirtschaftswachstum im Schlussquartal 2015 in etwa so hoch ausfiel wie im dritten Jahresviertel.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) ging zwar im November um 0,7 % gegenüber dem Vormonat zurück (nach einem Anstieg von 0,8 % im Oktober), lag damit aber immer noch 0,1 % über ihrem Durchschnittswert vom dritten Vierteljahr 2015, als im Quartalsvergleich ein Zuwachs von 0,2 % verzeichnet worden war (Kasten 2 geht näher auf die Differenzen zwischen Industrieproduktion und industrieller Wertschöpfung ein). Darüber hinaus wiesen sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) als auch der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie vom dritten zum vierten Quartal vergangenen Jahres eine Verbesserung auf (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren stiegen im Dezember an und lagen nach wie vor über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

Die Lage am Arbeitsmarkt hellt sich weiter allmählich auf.

Im dritten Jahresviertel 2015 erhöhte sich die Beschäftigung um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und nahm somit das neunte Quartal in Folge zu (siehe Abbildung 6). Sie lag damit 1,1 % über ihrem Stand vor Jahresfrist; dies ist der stärkste

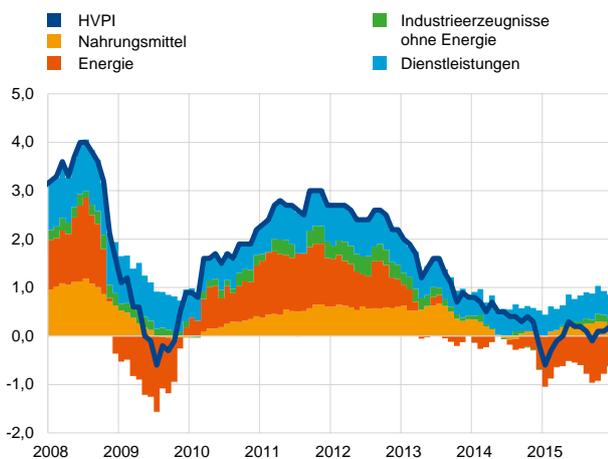
jährliche Zuwachs seit dem zweiten Vierteljahr 2008. Die seit Mitte 2013 rückläufige Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet sank im November erneut und belief sich auf 10,5 %. Aus Umfragen gewonnene aktuellere Angaben lassen für die nächste Zeit auf eine weitere sukzessive Erholung an den Arbeitsmärkten schließen.

Was die Zukunft betrifft, so dürfte sich die Konjunkturerholung fortsetzen. Die Binnennachfrage sollte durch die geldpolitischen Maßnahmen und deren positiven Effekt auf die finanziellen Bedingungen weiter begünstigt werden. Darüber hinaus dürfte sie von den bereits erzielten Fortschritten bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen profitieren. Außerdem sollten das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft der Unternehmen und somit auch die privaten Konsumausgaben und die Investitionen durch den erneuten Rückgang der Ölpreise zusätzlich gestützt werden. Überdies ist im Euroraum inzwischen ein leicht expansiver finanzpolitischer Kurs zu beobachten, was u. a. mit den Hilfsmaßnahmen für Flüchtlinge zusammenhängt. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet auch weiterhin durch die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften, volatile Finanzmärkte, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst. Mit Blick auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken, was insbesondere mit der erhöhten Unsicherheit in Bezug auf die weltwirtschaftliche Entwicklung und den allgemeinen geopolitischen Risiken zusammenhängt. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Januar von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Oktober 2015 weitgehend unverändert geblieben sind (siehe www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

4 Preise und Kosten

Abbildung 7
Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Die Gesamtinflation geriet aufgrund weiterer Ölpreissenkungen erneut unter Abwärtsdruck.

Erwartungen zufolge dürften sich positive Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Energiepreiserückgang am Jahresende 2014 massiv auf die Gesamtinflation auswirken.² Durch den Effekt der jüngsten erneuten Ölverbilligung und den geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln wurden diese jedoch fast kompensiert, wobei die niedrigeren Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel auch eine Folge des milden Winterwetters waren. Daher erhöhte sich die Gesamtinflation nur leicht, und zwar von 0,1 % im November 2015 auf 0,2 % im Dezember.

Die meisten Messgrößen der Kerninflation liegen auf einem merklich höheren Niveau als zum Jahreswechsel 2014/2015, obgleich sie seit Sommer 2015 nicht mehr gestiegen sind. So war die Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel

² Siehe EZB, Die Rolle von Basiseffekten bei der prognostizierten Entwicklung der HVPI-Inflation, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

und Energie im Dezember mit 0,9 % unverändert, nachdem sie seit August zwischen 0,9 % und 1,1 % geschwankt hatte. Das Profil der meisten anderen Kerninflation-Messgrößen sieht im Großen und Ganzen ähnlich aus. Der Preisauftrieb im Dienstleistungsbereich war im Dezember den zweiten Monat in Folge rückläufig, was zum Teil auf die indirekten Effekte der niedrigeren Ölpreise auf die Verkehrsdienstleistungen zurückzuführen war. Bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie blieb er mit 0,5 % konstant, nachdem im November ein breit angelegter Anstieg auf den höchsten Stand seit Mitte 2013 zu verzeichnen gewesen war. Hinter dieser stabilen Entwicklung verbarg sich die fortgesetzte Zunahme des Preisauftriebs bei Gebrauchsgütern auf 0,9 % im Dezember, die mit dem Einfluss des schwächeren Euro-Wechselkurses und dem Anstieg des Gebrauchsgüterkonsums im Einklang stand. Diese Steigerung wurde durch eine rückläufige Jahresänderungsrate der Preise für Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer (vor allem Bekleidung) ausgeglichen, für die wohl die milde Witterung verantwortlich war.

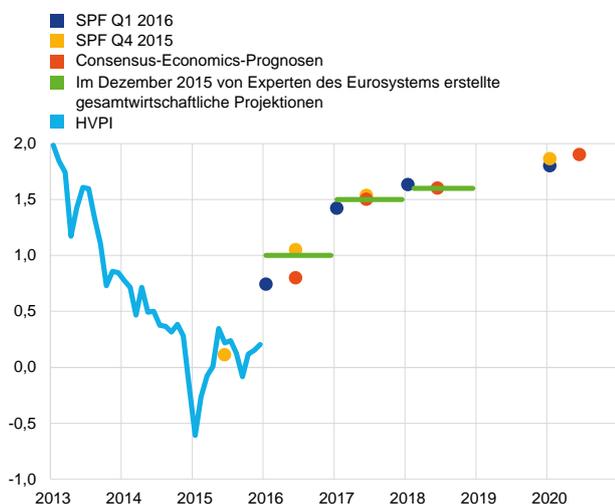
Importpreise sind weiterhin die Hauptursache für einen aufwärtsgerichteten Inflationsdruck. Die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel kletterte von 3,1 % im Oktober auf 3,9 % im November. Allerdings war der binnenwirtschaftliche Preisdruck nach wie vor schwach und spiegelte sinkende Vorleistungskosten bei Rohstoffen und weiterhin moderate Lohnsteigerungen wider. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel bewegte sich seit April zwischen 0,0 % und 0,2 % und blieb im November mit 0,2 % stabil. Auf den vorgelagerten Stufen der Preiskette setzte die Zwölfmonatsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter ihre Abwärtsbewegung fort und lag im November mit -2,0 % auf dem niedrigsten Stand seit Dezember 2009. Die Umfragedaten für die Vorleistungs- und Verkaufspreise bis Dezember deuten ebenfalls darauf hin, dass der schwache binnenwirtschaftliche Preisdruck anhalten wird.

Das Lohnwachstum blieb moderat, während die Gewinnmargen stärker zulegten. Im dritten Quartal sank die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 1,1 % nach 1,3 % im vorangegangenen Jahresviertel. Angesichts des weniger starken Produktivitätsrückgangs ergab sich daraus ein leichtes Absinken der Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten. Das Lohnwachstum wird vermutlich durch eine Reihe von Faktoren gebremst, unter anderem durch die nach wie vor hohen Überkapazitäten am Arbeitsmarkt, den relativ schwachen Produktivitätszuwachs und die immer noch spürbaren Auswirkungen der in zahlreichen Euro-Ländern in den letzten Jahren vorgenommenen Arbeitsmarktreformen. Der BIP-Deflator, der eine breitgefaste summarische Messgröße des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks darstellt, blieb im dritten Quartal im Vorjahrsvergleich weitgehend stabil; verantwortlich hierfür war die Tatsache, dass der Rückgang der Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten durch einen beachtlichen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Gewinnmargen kompensiert wurde. Lässt man die einzelnen Quartalsergebnisse außer Acht, so hat sich das jährliche Wachstum des BIP-Deflators seit Mitte 2014 schrittweise erhöht.

Abbildung 8

Umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis Ende Dezember 2015. Die Consensus-Economics-Prognosen beruhen auf Prognosen vom Januar 2016 für die Jahre 2016 und 2017 sowie auf langfristigen Prognosen vom Oktober 2015 für die Jahre 2018 und 2020.

Mit Blick auf die Zukunft wird aufgrund der aktuellen Öl-Terminpreise für 2016 jetzt mit deutlich niedrigeren jährlichen HVPI-Teuerungsraten gerechnet, als es in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 noch der Fall war. Die jährliche am HVPI gemessene Inflationsrate dürfte sich in den nächsten Monaten weiterhin auf sehr niedrigem oder sogar negativem Niveau bewegen und erst im späteren Jahresverlauf 2016 – gestützt durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen und den erwarteten Wirtschaftsaufschwung – wieder anziehen.

Die Indikatoren der Inflationserwartungen sind seit Anfang Dezember vor dem Hintergrund der Ölverbilligung gesunken. Nach der Sitzung des EZB-Rats im Dezember gingen die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen deutlich zurück, da es an den Märkten zu einer Umkehr der in den Tagen vor der Sitzung erzielten kräftigen Gewinne kam. Der im Januar beobachtete abermalige drastische Rückgang der Ölpreise führte zu einem weiteren

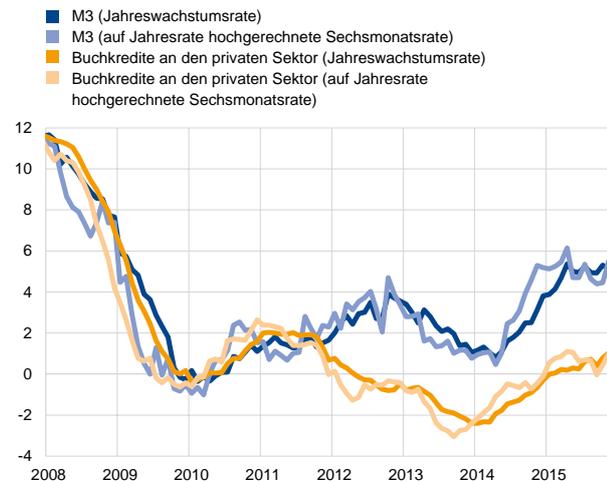
Absinken; die meisten Messgrößen fielen wieder auf den Stand von Anfang Oktober. Genauer betrachtet sank der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren vom 2. Dezember 2015 bis zum 20. Januar 2016 von 1,79 % auf 1,57 %. Trotz der niedrigen tatsächlichen Teuerung und rückläufiger marktbasierter Inflationsindikatoren hält sich das am Markt beobachtete Deflationsrisiko weiterhin in sehr engen Grenzen und liegt deutlich unter dem Niveau von Ende 2014 und vom Jahresbeginn 2015. Gemäß dem aktuellen Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB ging die erwartete fünfjährige Termin-Inflationsrate von 1,9 % auf 1,8 % zurück (siehe Abbildung 8). Die niedrigeren Erwartungen traten im kürzeren Zeithorizont stärker zutage, was auf die Auswirkungen des erneuten Ölpreisrückgangs zurückzuführen war.

Was die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien angeht, so ist der Indikator der EZB für die Wohnimmobilienpreise im Euroraum auf Jahresfrist weiter gestiegen. Im dritten Quartal 2015 lag die Jahresänderungsrate bei 1,5 % nach 1,1 % in den vorangegangenen beiden Jahresvierteln, was darauf schließen lässt, dass der Aufschwung etwas an Dynamik gewinnt. Er scheint auf relativ breiter Linie in den Euro-Ländern erkennbar zu sein, allerdings bestehen hinsichtlich der Stärke des Wirtschaftswachstums nach wie vor erhebliche Unterschiede. Die anziehenden Preise für Wohnimmobilien im Euroraum insgesamt stehen im Einklang mit den verbesserten Einkommens- und Beschäftigungsbedingungen der privaten Haushalte, den günstigen Finanzierungsbedingungen und der Korrektur vorangegangener Überbewertungen der Immobilienpreise.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 war nach wie vor robust. Die Jahreswachstumsrate von M3 blieb im November mit 5,1 % solide; der geringfügige Rückgang gegenüber dem Stand von Oktober (5,3 %) lässt sich hauptsächlich mit Basiseffekten erklären (siehe Abbildung 9). Das Geldmengenwachstum betraf

Abbildung 9
Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2015.

erneut hauptsächlich die liquidesten Komponenten des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, dessen Vorjahrsrate im November zwar rückläufig war, aber nach wie vor auf einem hohen Niveau lag. Insgesamt steht die jüngste Entwicklung der eng gefassten Geldmenge mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet im Einklang.

Die täglich fälligen Einlagen leisteten abermals einen wesentlichen Beitrag zum M3-Wachstum.

Die Hauptgründe für diese Zunahme waren die niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung der liquidesten Komponenten der Geldmenge sowie die Auswirkungen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen waren hingegen erneut rückläufig, wenn auch nicht mehr so stark wie in den Vormonaten. Die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb der Geldmenge M3 hat, blieb positiv; ursächlich hierfür ist die seit Mitte 2014 zu

verzeichnende Erholung der Geldmarktfondsanteile, in der die Widerstandsfähigkeit des Marktes in einem Negativzinsumfeld zum Ausdruck kommt, und das robuste Wachstum der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Bestand des geldhaltenden Sektors.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 wurde erneut überwiegend durch binnenwirtschaftliche Entwicklungen bestimmt.

Aufseiten der Gegenposten waren die Anleihekäufe durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) im November die wichtigste Geldschöpfungsquelle. Überdies wurde die Geldschöpfung auch weiterhin durch MFI-Kredite an den privaten Sektor im Euroraum und den Abbau der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors gestützt. Darin spiegelt sich der flache Verlauf der Zinsstrukturkurve wider, der mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB zusammenhängt und der die Anreize für die Haltung längerfristiger Aktiva verringert hat. Überdies kommt darin der Erwerb gedeckter Schuldtitel durch das Eurosystem im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) zum Ausdruck, durch den sich die Verfügbarkeit solcher Wertpapiere für den geldhaltenden Sektor verringert. Außerdem wirkten sich die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) des Eurosystems – eine alternative Form der längerfristigen Finanzierung –

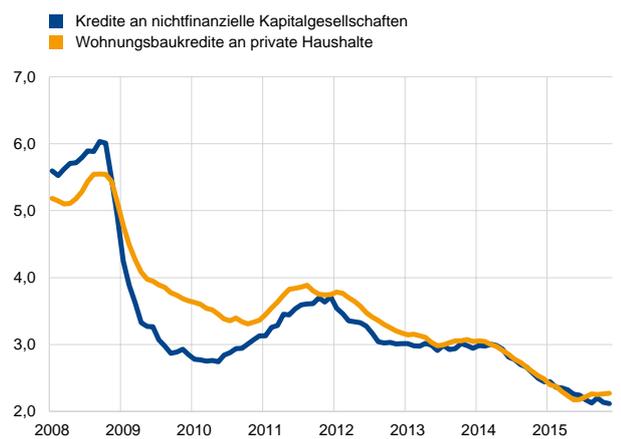
dämpfend auf die Emissionstätigkeit der Banken aus. Die Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets leisteten nach wie vor einen negativen Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Dies ist auf Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet zurückzuführen und steht im Einklang mit den anhaltenden Portfolioumschichtungen zugunsten gebietsfremder Instrumente infolge des nachlassenden Interesses ausländischer Anleger an Vermögenswerten des Euroraums. Die Portfolioumschichtungen waren die Folge einer Veräußerung von Staatsanleihen der Euro-Länder durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP.

Die allmähliche Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor des Eurogebiets setzte sich fort.³ Die jährliche Zuwachsrate der (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten) MFI-Buchkreditvergabe an den privaten Sektor erhöhte sich im November weiter (siehe Abbildung 9); hierzu trugen die Ausleihungen sowohl an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch an private Haushalte bei. Wenngleich die Vorjahrsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen nach wie vor schwach ausfiel, hat sie sich gegenüber ihrem Tiefstand im ersten Quartal 2014 deutlich erholt. Gestützt wurde diese Entwicklung durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die weitere Lockerung der Kreditrichtlinien der Banken. Trotz dieser positiven Anzeichen beeinträchtigen die fortgesetzte Konsolidierung der Bankbilanzen und das in einigen Ländern anhaltend hohe Niveau an notleidenden Krediten das Kreditwachstum weiterhin.

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte blieben im November weitgehend stabil (siehe

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

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der zusammengefassten Zinsen für Bankkredite errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2015.

Abbildung 10). Trotz der jüngsten Anzeichen einer Stabilisierung sind die zusammengefassten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte seit der Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe im Juni 2014 durch die EZB deutlich stärker gesunken als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. Diese Entwicklung hängt mit der nachlassenden Fragmentierung der Finanzmärkte im Eurogebiet sowie mit dem besseren Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen der Banken zusammen. Zudem wurde der Rückgang der zusammengefassten Kreditzinsen durch die rückläufigen zusammengesetzten Finanzierungskosten der Banken gestützt; Letztere liegen auf einem historischen Tiefstand. In der Zeit von Mai 2014 bis November 2015 ist der zusammengefasste Kreditzins für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum um mehr als 80 Basispunkte auf zuletzt 2,12 % gesunken. Der zusammengefasste Kreditzins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gab

³ Am 21. September 2015 veröffentlichte die EZB neue, auf einer verbesserten Bereinigungsmethode beruhende Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Neue Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten an den privaten Sektor, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

im selben Zeitraum um mehr als 60 Basispunkte nach und lag im November bei 2,27 %. Der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und große Kredite (mehr als 1 Mio €) im Euro-Währungsgebiet verkleinerte sich im November zudem weiter. Dies ist ein Hinweis darauf, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von der jüngsten Entwicklung der Kreditzinsen profitiert haben als große Unternehmen.

Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2016 legen den Schluss nahe, dass Veränderungen der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage die Erholung des Buchkreditwachstums weiterhin begünstigen (siehe die Umfrage unter www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html). Im vierten Quartal 2015 wurden die Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften per saldo abermals gelockert, ebenso jene für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (die zuvor verschärft worden waren). Hauptursache für die weniger strengen Kreditrichtlinien war nach wie vor der stärkere Wettbewerb. Die Nachfrage nach Buchkrediten seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte nahm vor dem Hintergrund des allgemein niedrigen Zinsniveaus per saldo deutlich zu. Begünstigt wurde die höhere Nachfrage zudem durch den Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel und Anlageinvestitionen sowie durch das Verbrauchervertrauen und die Aussichten für den Wohnungsmarkt.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen nahm im November 2015 leicht zu. Diese Kehrtwende wurde durch den beobachteten vorübergehenden Rückgang der Kosten für marktbasierende Fremdfinanzierungsmittel im November gefördert. Dagegen wirkte sich das anhaltend starke Wachstum der einbehaltenen Gewinne in den letzten Monaten höchstwahrscheinlich dämpfend auf die Emission von Schuldverschreibungen aus, denn die einbehaltenen Gewinne wiesen im dritten Jahresviertel 2015 noch immer eine zweistellige jährliche Wachstumsrate auf.

Die nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften haben sich Schätzungen zufolge im Dezember 2015 und in der ersten Januarhälfte 2016 insgesamt leicht erhöht. Grund dafür waren vor allem gestiegene Kosten der Eigenkapitalfinanzierung, da die Aktienkurse spürbar nachgaben. Die Fremdfinanzierungskosten blieben indes nahezu unverändert. Im Dezember 2015 und Mitte Januar 2016 lagen die Eigenkapitalkosten und die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung im Schnitt rund 40 Basispunkte bzw. 20 Basispunkte über ihrem Niveau vom November 2015.

Kasten 1

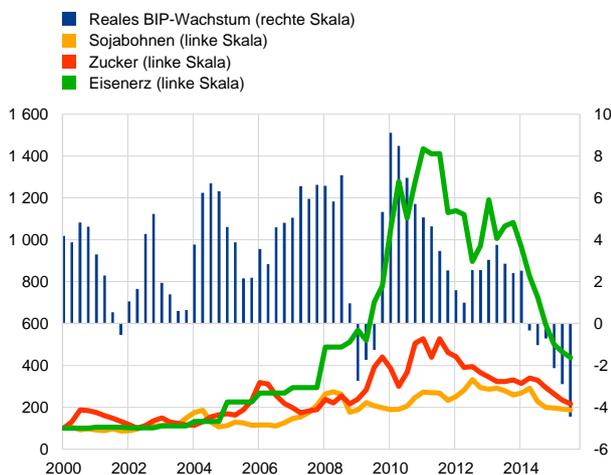
Bestimmungsfaktoren des Wirtschaftsabschwungs in Brasilien

Nach dem kräftigen Wirtschaftswachstum in den Jahren vor Ausbruch der jüngsten globalen Finanzkrise war Brasilien im Grunde genommen gut gewappnet, um der sogenannten Großen Rezession die Stirn bieten zu können.

Für die verbesserte Wirtschaftsleistung waren sowohl der Rohstoffpreiszyklus als auch umfangreiche Kapitalzuflüsse mit ausschlaggebend. Eine wichtige Rolle spielte aber auch der ein Jahrzehnt zuvor eingeleitete grundlegende Wandel in der makroökonomischen Politik, der 1994 das Ende der fiskalischen Dominanz und der Hyperinflation bedeutete. In den letzten Jahren hat sich die wirtschaftliche Lage Brasiliens jedoch erheblich verschlechtert. Das Land glitt 2014 in eine Rezession, die sich im darauffolgenden Jahr noch verschärfte, wobei das reale BIP um 3 % zurückgegangen sein dürfte, während die Inflation bei annähernd 10 % verharrte. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Faktoren aufgezeigt, die den wirtschaftlichen Abschwung in Brasilien geprägt haben.

Abbildung A
BIP-Wachstum und Preise wichtiger Exportrohstoffe

(linke Skala: Index 2000 = 100; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Weltbank, CBOT – CME Group und IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Der allgemeine Rückgang der Preise für Rohstoffe ohne Energie brachte die der brasilianischen Wirtschaft zugrunde liegenden strukturellen Schwächen ans Licht.

In den ersten zehn Jahren des laufenden Jahrhunderts profitierte Brasilien von der kräftigen Nachfrage nach einigen seiner wichtigsten Exportrohstoffe (z. B. Eisenerz, Sojabohnen und Rohzucker), insbesondere aus China. In dieser Phase belief sich der jährliche Anstieg des BIP gestützt durch positive Terms-of-Trade-Effekte auf durchschnittlich 3,1 %. Seitdem die Rohstoffpreise im Jahr 2011 zu sinken begannen (siehe Abbildung A), kehrte sich die Wirkung dieser Effekte um. Infolgedessen fiel das BIP-Wachstum durchweg niedriger aus als erwartet, und die der Wirtschaft zugrunde liegenden strukturellen Schwächen traten erneut zutage. Hierzu zählen ein erdrückendes Steuersystem, ein großer informeller Sektor, eine unzureichende Infrastruktur, geringer Wettbewerb, hohe Unternehmensgründungskosten sowie hohe Zölle.

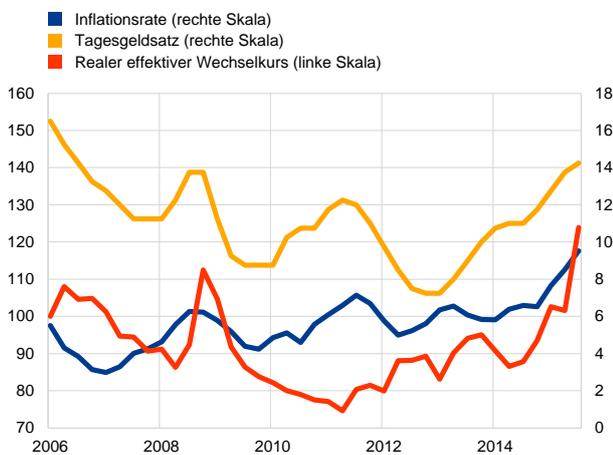
Zudem nahmen angesichts einer expansiven Politik und umfangreicher Kapitalzuflüsse die Ungleichgewichte zu.

Auch gegen Ende des Jahrzehnts flossen noch kräftige Kapitalströme im Umfang von jährlich rund 9 % des BIP ins Land. Sie sorgten einerseits dafür, dass die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen niedrig blieben, doch schürten sie andererseits eine kräftige Aufwertung der brasilianischen Währung, die der preislichen Wettbewerbsfähigkeit

Abbildung B

Inflationsrate, Tagesgeldsatz und realer effektiver Wechselkurs

(linke Skala: Index 2006 = 100; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



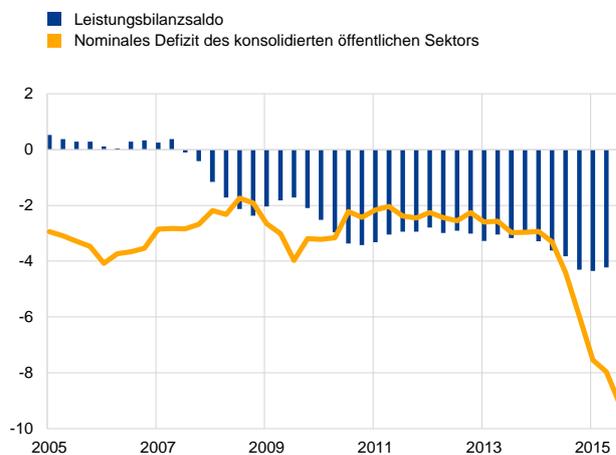
Quellen: Weltbank, CBOT – CME Group und IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Anmerkung: Der Tagesgeldsatz der brasilianischen Zentralbank ist der SELIC. Der reale effektive Wechselkurs wird anhand der Währungen von 13 wichtigen Handelspartnern errechnet. Steigende Werte stehen für eine Abwertung der Währung.

Abbildung C

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo und Leistungsbilanzsaldo

(in % des BIP; gleitender Vierquartalsdurchschnitt)



Quelle: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

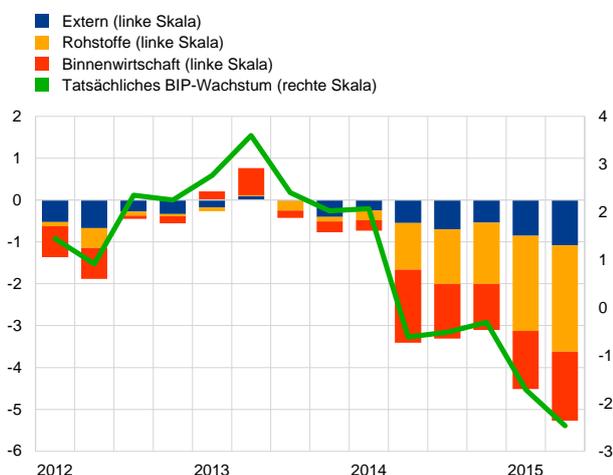
schadete. Viele Unternehmen, darunter große Ölfirmen wie die staatseigene Petrobras, nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen, um sich an den internationalen Kapitalmärkten Mittel für langfristige Investitionen zu beschaffen. Die Geld- und die Finanzpolitik waren zugleich expansiv ausgerichtet. So wurde der Leitzins im Oktober 2012 auf das historische Tief von 7,25 % herabgesetzt (siehe Abbildung B), und subventionierte Kredite des öffentlichen Sektors zogen in Kombination mit einer Zunahme von Steuerbefreiungen zur Wiederbelebung des Unternehmensvertrauens einen drastischen Anstieg der staatlichen Haushaltsdefizite nach sich. Vor dem Hintergrund fehlender Strukturreformen führten diese Maßnahmen indes lediglich zu einer moderaten und nur vorübergehenden Beschleunigung des BIP-Wachstums in den Jahren 2012-2013, während sie zugleich zu einer Erhöhung der Inflation und einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits beitrugen (siehe Abbildung C).

Der Stimmungsumschwung an den weltweiten Finanzmärkten, der sich angesichts der Ankündigung der US-amerikanischen Notenbank vom Mai 2013, ihre Wertpapierankäufe zu drosseln, vollzog, hatte erhebliche Auswirkungen auf die brasilianische Wirtschaft. Die Stimmung an den internationalen Märkten richtete sich unvermittelt gegen anfällige Schwellenländer mit hohen außenwirtschaftlichen und fiskalischen Ungleichgewichten wie etwa Brasilien. Ungeachtet der Anzeichen einer bevorstehenden Rezession wurden die Geld- und die Finanzpolitik in dem Bestreben gestrafft, makroökonomische Glaubwürdigkeit zurückzuerlangen. Die Banco Central do Brasil hob ihren Leitzins im Juli 2015 auf 14,25 % an, um die Kapitalabflüsse einzudämmen und den Wechselkurs zu stützen. Mit Blick auf die Finanzpolitik wurden die Höchstgrenzen für die subventionierten Kreditprogramme gesenkt und Preissubventionen zurückgefahren. Zugleich führten jedoch weltweit ungünstigere Finanzmarktbedingungen und die höheren Zinsen zu einem sprunghaften Anstieg der Zinsausgaben für öffentliche Schuldtitel auf etwa

Abbildung D

Historische Zerlegung der auf das jährliche reale BIP-Wachstum wirkenden Schocks

(linke Skala: Medianschätzungen – Abweichung vom langfristigen Mittelwert; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der langfristige Mittelwert bezieht sich auf den Zeitraum vom ersten Quartal 2000 bis zum zweiten Quartal 2015.

9 % des BIP, was wiederum die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte auf einen historischen Höchststand von 63 % des BIP steigen ließ. Da das Land nicht in der Lage war, mittels eines hinreichend glaubwürdigen Haushaltsplans den zur Stabilisierung der Verschuldung benötigten Haushaltsüberschuss zu erwirtschaften, stuften zwei Ratingagenturen Brasilien nach sieben Jahren erstmals von seinem Investment-Grade-Rating herab. Die Inflation schnellte trotz des BIP-Rückgangs in die Höhe und lag in den letzten beiden Monaten des Jahres 2015 bei mehr als 10 %. Grund hierfür waren eine Anpassung der administrierten Preise und die kräftige Abwertung der brasilianischen Währung.

Modellschätzungen lassen den Schluss zu, dass der jüngste wirtschaftliche Abschwung in Brasilien in erster Linie einem Zusammenwirken von inländischen Faktoren und den gesunkenen Rohstoffpreisen geschuldet ist. Betrachtet man die historische Zerlegung anhand eines strukturellen Bayesianischen VAR- Modells¹ (siehe Abbildung D),

so sind die wichtigsten Einflussgrößen, die seit Mitte 2014 für den Rückgang des BIP ausschlaggebend waren, die ungünstige Entwicklung der Rohstoffpreise sowie auf inländische Faktoren – darunter die Inlandsnachfrage, die Geldpolitik und die Finanzierungskosten – wirkende Schocks. Externe Schocks, die als globale Unsicherheitsschocks sowie Schocks in Bezug auf die Finanzierungsbedingungen weltweit und die Auslandsnachfrage definiert werden, spielen demgegenüber für den aktuellen Wirtschaftsabschwung eine geringere Rolle. So waren insbesondere die Notierungen für Eisenerz und Rohrzucker – die einen Anteil von 13 % bzw. 5 % an den Ausfuhren insgesamt haben – seit 2011 rückläufig. Öl, dessen Anteil an den gesamten Exporten 7 % beträgt, verbilligte sich seit 2014. Da Brasilien per saldo immer noch ein Ölimporteur ist, dürften die Investitionen der wichtigste Kanal sein, über den die gesunkenen Ölpreise das BIP beeinflussen, und nicht nur die Terms of Trade, wie dies bei Netto-Ölexporturen der Fall ist. Die Investitionstätigkeit insgesamt ist seit Anfang 2014 im Schnitt um 6 % zurückgegangen, was zum Teil mit den Geschehnissen beim staatseigenen Ölproduzenten Petrobras zusammenhängt, auf den 10 % der gesamten brasilianischen Investitionen und nahezu 2 % des BIP entfallen. Das Unternehmen musste 2014 und 2015 seine Investitionen um je 33 % zurückfahren. Damit reagierte es auf den niedrigeren Ölpreis und auf einen weitreichenden Korruptionsskandal, der in der gesamten Wirtschaft negative

¹ Bei dem angewandten Modell handelt es sich um eine strukturelle Bayesianische Vektorautoregression unter Verwendung vierteljährlicher saisonbereinigter BIP-Daten. Das Modell wird für den Zeitraum vom ersten Quartal 2000 bis zum zweiten Quartal 2015 geschätzt, und die berücksichtigten Variablen beziehen sich auf die außenwirtschaftlichen Bedingungen, die Rohstoffpreise und die binnenwirtschaftlichen Bedingungen. So fließen der VIX-Index, dreimonatige Schatzwechsel, die Auslandsnachfrage (handelsgewichtete Einfuhren), der Ölpreis, die Preise für Rohstoffe ohne Energie, der EMBIG für Brasilien, das Wachstum des realen BIP und der Tagesgeldzielsatz SELIC in das Modell ein. Zur Bestimmung struktureller Schocks werden den Impuls-Antwort-Funktionen Vorzeichenrestriktionen auferlegt.

Vertrauenseffekte auslöste. Schätzungen des brasilianischen Finanzministeriums zufolge belasteten die direkten und indirekten Effekte des Investitionsrückgangs bei Petrobras das BIP-Wachstum im Jahr 2015 mit rund 2 Prozentpunkten.

Mit Blick auf die Zukunft sind die Risiken für die brasilianische Wirtschaft vor dem Hintergrund der Unsicherheit bezüglich der Finanzpolitik und angesichts einer schwierigen politischen Lage, die das Vertrauen noch weiter beeinträchtigen könnte, nach wie vor abwärtsgerichtet.

Kasten 2

Nähere Betrachtung der Differenzen zwischen industrieller Bruttowertschöpfung und Industrieproduktion

Die industrielle Bruttowertschöpfung wie auch die Industrieproduktion sind sehr aussagekräftige Indikatoren der Industriekonjunktur. Doch obgleich es sich um konzeptionell ähnliche Messgrößen handelt, weisen die beiden einige Diskrepanzen auf.¹ Eine Betrachtung der letzten beiden Quartale, für die Daten verfügbar sind, zeigt, dass die im zweiten Vierteljahr 2015 beobachtete Schwäche der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet (-0,1 % gegenüber dem Vorquartal) nicht mit einer entsprechend schwachen Entwicklung der Wertschöpfung (+0,4 %) einherging. Im dritten Jahresviertel 2015 hingegen verzeichnete die Industrieproduktion mit 0,2 % ein höheres Wachstum als die Wertschöpfung (0,0 %). Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden die Abweichungen zwischen diesen beiden Indikatoren für den Euroraum näher untersucht und die dafür ursächlichen methodischen Differenzen erläutert. Bei der Industrieproduktion handelt es sich um eine Konjunkturstatistik, mit der die monatliche Wertschöpfung geschätzt werden soll, um eine zeitnahe Messgröße der Entwicklung in der Industrie zur Verfügung zu stellen. In der Praxis erweist es sich jedoch als schwierig, Daten zur Wertschöpfung auf Monatsbasis zu erheben, was zur Folge hat, dass die monatliche Veränderung der Industrieproduktion in der Regel aus anderen Quellen abgeleitet wird, etwa aus dem deflationierten Umsatz, aus physischen Produktionsdaten, aus dem Arbeitseinsatz sowie aus den Vorleistungen Rohstoffe und Energie. Bei der Bruttowertschöpfung² hingegen handelt es sich um einen vierteljährlichen Indikator der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, der mittels Subtraktion der Vorleistungen vom Produktionswert errechnet wird. Die Industrieproduktion bildet daher nur teilweise die längerfristige volumenmäßige Entwicklung der Wertschöpfung in der Industrie ab, da der Zusammenhang zwischen Industrieproduktion und Wertschöpfung durch Veränderungen der Vorleistungsquoten und der Produktionsstrukturen beeinträchtigt werden kann.

¹ Eine genauere Beschreibung dieser Differenzen findet sich in: D. Lucke und J.-P. Weiß, Probleme des internationalen Vergleichs industrieller Entwicklungen im europäischen Kontext, Wochenbericht des DIW, Nr. 26/2002, 2002, sowie in: OECD, Overview of Industrial Statistics at the OECD, abrufbar unter: www.oecd.org/sti/ind/overviewofindustrialstatisticsattheoecd.htm

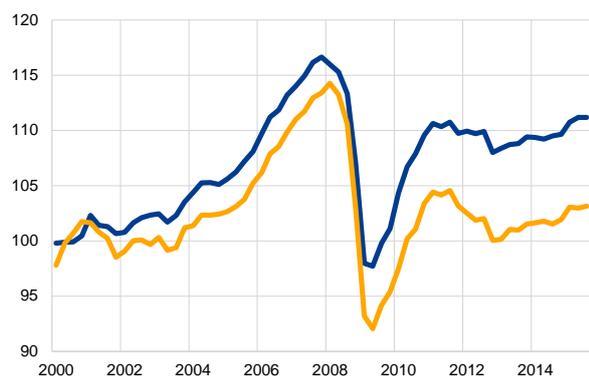
² Die Bruttowertschöpfung ist einer der wichtigsten Indikatoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und ergibt zusammen mit den Gütersteuern (abzüglich Gütersubventionen) das Bruttoinlandsprodukt (BIP), das auf der Verteilungsseite der Summe aus Arbeitnehmerentgelt, Produktions- und Importabgaben (abzüglich Subventionen) und Bruttobetriebsüberschuss entspricht.

Abbildung A

Niveau der industriellen Wertschöpfung und der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) des Euro-Währungsgebiets

(2000 = 100; Bruttowertschöpfung: kalender- und saisonbereinigte verkettete Volumenindizes; Index der Industrieproduktion: vierteljährlicher Durchschnitt arbeitstäglich bereinigter und saisonbereinigter Monatswerte)

- Industrielle Wertschöpfung (ohne Baugewerbe)
- Industrieproduktion (ohne Baugewerbe)



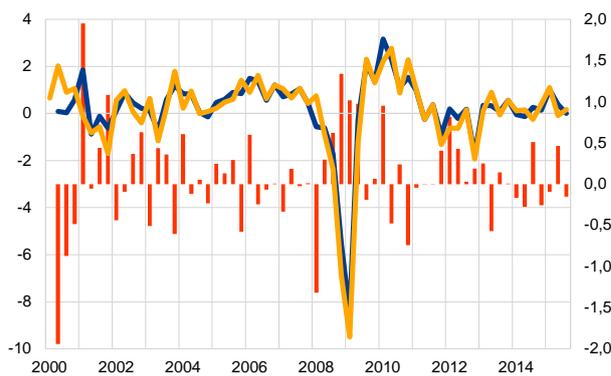
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung B

Wachstum der industriellen Wertschöpfung und der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) des Euro-Währungsgebiets

(vierteljährliche Wachstumsraten; Bruttowertschöpfung: kalender- und saisonbereinigte verkettete Volumenindizes; Index der Industrieproduktion: vierteljährlicher Durchschnitt arbeitstäglich bereinigter und saisonbereinigter Monatswerte; in Prozentpunkten)

- Industrielle Wertschöpfung (ohne Baugewerbe) (linke Skala)
- Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) (linke Skala)
- Wachstumsdifferenz zwischen industrieller Wertschöpfung und Industrieproduktion (rechte Skala)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Entwicklung der industriellen Wertschöpfung und der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) des Euro-Währungsgebiets unterscheidet sich in Bezug auf die absoluten Werte und die vierteljährlichen Wachstumsraten.

In Abbildung A ist das Niveau der beiden Indikatoren der Industriekonjunktur im Euroraum dargestellt. Daraus geht hervor, dass die Wertschöpfung der Industrie (ohne Baugewerbe) im Eurogebiet seit dem Jahr 2000 zumeist höher war als die Industrieproduktion. Dessen ungeachtet weisen beide Messgrößen tendenziell ähnliche konjunkturelle Schwankungen im vierteljährlichen Wachstum auf (siehe Abbildung B). Dabei ergeben sich in manchen Quartalen seit dem Jahr 2000 allerdings deutliche Abweichungen von bis zu +/-2 Prozentpunkten. Die Differenz zwischen den beiden Zuwachsraten betrug im Referenzzeitraum durchschnittlich 0,1 Prozentpunkte. Was die absoluten Wachstumsunterschiede betrifft, so beliefen sich sowohl der Durchschnitt als auch die Standardabweichung seit 2000 auf 0,4 Prozentpunkte. Hieraus folgt, dass die Wachstumsdifferenzen im zweiten und dritten Quartal 2015 in einer nicht ungewöhnlichen Bandbreite lagen.

Divergenzen in der Entwicklung der beiden Indikatoren ergeben sich – in unterschiedlichem Maße – auch auf Ebene der Euro-Länder. Mit Blick auf die vier größten Länder des Euroraums waren die stärksten Abweichungen zwischen den vierteljährlichen Wachstumsraten der industriellen Wertschöpfung und der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) seit dem Jahr 2000 in Spanien (0,4 Prozentpunkte), Frankreich (0,3 Prozentpunkte) und Italien (0,2 Prozentpunkte) zu verzeichnen, in Deutschland hingegen fiel die Differenz gering aus (0,03 Prozentpunkte). In fünf Staaten des Eurogebiets war der Wachstumsunterschied im selben Zeitraum negativ, darunter am deutlichsten in Irland und Luxemburg (jeweils -0,6 Prozentpunkte). Dabei gilt es jedoch

Abbildung C

Auswirkungen der Saisonbereinigung auf Daten zur Messung des Wachstums der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet

(vierteljährliche Wachstumsraten; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

zu beachten, dass die Ergebnisse auch vom Untersuchungszeitraum abhängig sind. So kehrt sich beispielsweise im Fall Deutschlands, für das längere historische Datenreihen verfügbar sind, die im Zeitraum ab 2000 geringfügig positive Abweichung der Zuwachsraten leicht ins Negative, wenn die Beobachtungsperiode im Jahr 1991 beginnt.

Neben konzeptionellen Gründen trägt eine Reihe anderer Faktoren zur divergierenden Entwicklung der beiden Indikatoren bei,³ wie etwa eine unterjährige Saisonbereinigung. So wird die Wertschöpfung vierteljährlich und die Industrieproduktion monatlich bereinigt. Um diesen Faktor zu quantifizieren, wurden die Daten zur Industrieproduktion für die Staaten des Euroraums auf vierteljährlicher Basis um Saisoneinflüsse bereinigt. In Abhängigkeit von den für die Saisonbereinigung verwendeten Parametern zeigt das Ergebnis, dass die vierteljährlichen Wachstumsraten deutlich variieren können, je nachdem, ob die Saisonbereinigung in monatlichen oder vierteljährlichen Abständen erfolgt

(siehe Abbildung C). Werden Daten herangezogen, die auf vierteljährlicher und nicht auf monatlicher Basis saisonbereinigt sind, beläuft sich die durchschnittliche absolute Differenz zwischen den Wachstumsraten der Industrieproduktion im Euroraum seit dem Jahr 2000 auf 0,5 Prozentpunkte. Im Schnitt ist die Wirkung der anderen Faktoren jedoch immer noch beträchtlich.

Preise werden in den beiden Indikatoren unterschiedlich behandelt. Während die Bruttowertschöpfung anhand der Herstellungspreise ermittelt wird und keine Gütersteuern (abzüglich Gütersubventionen) umfasst, wird die Industrieproduktion zu Faktorkosten berechnet. Der Unterschied zwischen der Wertschöpfung zu Herstellungspreisen und zu Faktorkosten liegt in den sonstigen Gütersteuern (abzüglich Gütersubventionen), für die auf Quartalsbasis keine Volumenangaben zur Verfügung stehen. Außerdem werden die Bruttowertschöpfungsvolumen mittels jährlicher Verkettung berechnet, während diese Methode bisher nur von wenigen Ländern für die Industrieproduktion angewandt wird.

³ Siehe EZB, Differenzen zwischen den Daten zur Produktion und zur Wertschöpfung in der Industrie im ersten Quartal 2004, Kasten 5, Monatsbericht August 2004. Darin wurde die Differenz zwischen der Produktion und der Wertschöpfung in der Industrie im ersten Quartal 2004 untersucht, wobei sich das Wachstum der Industrieproduktion auf 0,2 Prozentpunkte und der Wertschöpfungszuwachs auf 0,9 Prozentpunkte (bzw. 0,8 Prozentpunkte gemäß aktuell revidierten Daten) beliefen. Als Gründe für die Abweichung wurden eine unterschiedliche Saisonbereinigung und ein unterschiedlicher geografischer Erfassungsgrad angeführt. Seit 2004 hat sich der geografische Erfassungsgrad deutlich erhöht. Bei fehlenden Länderangaben werden Schätzungen für das Eurogebiet insgesamt angesetzt.

Die beiden Indikatoren umfassen unterschiedliche Wirtschaftszweige.

Während die Wertschöpfung den Bereich „Wasserversorgung; Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen“ (Abschnitt E⁴) umfasst, ist dies bei der Industrieproduktion nicht der Fall. Der Anteil dieses Wirtschaftszweigs an der industriellen Wertschöpfung (ohne Baugewerbe) schwankte seit 2000 zwischen 4,2 % im Jahr 2007 und 5,0 % im Jahr 2009. Verkettete Volumenindizes der Wertschöpfung für diesen Sektor werden nur in jährlichen Abständen veröffentlicht und sind eher azyklisch. Aus Berechnungen, bei denen die Jahresangaben in Quartalswerte zerlegt wurden, geht hervor, dass die vierteljährliche Differenz zwischen der Wachstumsrate der industriellen Wertschöpfung und jener der Produktion im Durchschnitt etwa gleich bleibt. In bestimmten Quartalen war die Wirkung der in Abschnitt E erfassten Bereiche jedoch beträchtlich und belief sich während der Großen Rezession auf bis zu 2,2 Prozentpunkte und in „normalen“ Zeiten auf bis zu 0,8 Prozentpunkte.

Ein weiterer Grund für die Differenz zwischen den beiden Indikatoren liegt darin, dass die Industrieproduktion in der Regel Unternehmen ab einer bestimmten Größe (in Bezug auf Umsatz oder Anzahl der Beschäftigten) umfasst, wobei die Schwellenwerte in den einzelnen Ländern variieren. Die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen versuchen ein umfassenderes Bild zu zeichnen, indem Daten aus verschiedensten Quellen herangezogen werden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Unterschiede zwischen industrieller Wertschöpfung und Industrieproduktion, die trotz der engen Beziehung zwischen den beiden Indikatoren bestehen, bis zu einem gewissen Grad auf alle genannten Faktoren zurückzuführen sind, wenngleich sich deren relative Bedeutung nur schwer beurteilen lässt. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist es hilfreich, beide Indikatoren zu beobachten, um die Industriekonjunktur zu beurteilen. Eine weitere Harmonisierung zwischen den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und den Konjunkturstatistiken sowie stärker harmonisierte nationale Saisonbereinungsverfahren würden zu einer Verringerung dieser Differenzen beitragen.

⁴ Diese Wirtschaftszweige bilden Abschnitt E der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 2).

Kasten 3

Eurosystem veröffentlicht Einzelheiten zu den Kriterien für die Zulassung von Ratingagenturen

Das Eurosystem hat detailliertere Kriterien für die Aufnahme von Ratingagenturen in das Rahmenwerk zur Begrenzung finanzieller Risiken bei den geldpolitischen Geschäften veröffentlicht. Das Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (Eurosystem credit assessment framework – ECAF) legt Mindeststandards fest, durch die sichergestellt wird, dass das Eurosystem lediglich solche Vermögenswerte, die hohen Bonitätsanforderungen genügen, als Sicherheiten akzeptiert. Das Eurosystem ist rechtlich verpflichtet, Kredite nur gegen ausreichende Sicherheiten zu vergeben.¹ Das ECAF bildet zudem die Grundlage für die Mindestbonitätsanforderungen im Zusammenhang mit den geldpolitischen Outright-Käufen.

Ratingagenturen sind eine der im ECAF vorgesehenen Informationsquellen.²

Die Ratings von Agenturen, die im Rahmen des ECAF als externe Bonitätsbeurteilungsinstitute (external credit assessment institutions – ECAs) zugelassen sind, dienen vor allem der Bonitätsbeurteilung marktfähiger Sicherheiten (d. h. gehandelter Schuldtitel, insbesondere Anleihen). Außerdem können Ratingagenturen gemäß dem Rahmenwerk als sogenannte Ratingtools akzeptiert werden. Zusätzlich verwendet das Eurosystem Daten aus seinen internen Bonitätsanalyseverfahren und aus internen Ratingverfahren der Geschäftspartner. Die drei letztgenannten Systeme zur Beurteilung des Kreditausfallrisikos werden in erster Linie bei nicht marktfähigen Sicherheiten wie beispielsweise Kreditforderungen angewendet. Um zu gewährleisten, dass alle vier Quellen konsistente, genaue und vergleichbare Informationen liefern, hat das Eurosystem für jede Quelle Zulassungskriterien und außerdem eine harmonisierte Ratingskala entwickelt, anhand deren es die Leistungsfähigkeit aller zugelassenen Verfahren regelmäßig überprüft. So sollen das Eurosystem vor finanziellen Risiken geschützt und gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Ratinganbieter geschaffen werden.

Im Dezember 2015 beschloss der EZB-Rat, weitere Einzelheiten zu den Kriterien bekannt zu geben, die Ratingagenturen für eine Aufnahme in das ECAF erfüllen müssen.³ Die veröffentlichten Kriterien beziehen sich auf die Anerkennung von

¹ Siehe Artikel 18.1 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

² Siehe beispielsweise EZB, Das für geldpolitische Geschäfte verwendete Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem, Kasten 3, Monatsbericht April 2014, und EZB, The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations, Juli 2015, sowie die Informationen auf der Website der EZB unter: www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html

³ Siehe die Beschlüsse des EZB-Rats (ohne Zinsbeschlüsse) vom 22. Januar 2016, abrufbar auf der EZB-Website. Einzelheiten zu den Anforderungen finden sich unter: www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html

Ratingagenturen als ECAIs. Demnach müssen Ratingagenturen zum Zeitpunkt ihres Zulassungsantrags einen bestimmten Mindestabdeckungsgrad im Hinblick auf die für die geldpolitischen Operationen zugelassenen Sicherheiten aufweisen, und zwar in Bezug auf die bewerteten Vermögenswerte⁴, Emittenten und Volumina. Diese Abdeckung muss sich auf verschiedene Kategorien zugelassener Sicherheiten und verschiedene Euro-Länder verteilen. So muss die Agentur z. B. Ratings für mindestens drei der vier Kategorien notenbankfähiger Sicherheiten des nicht öffentlichen Sektors (gedeckte Schuldverschreibungen, ungedeckte Schuldverschreibungen, Unternehmensanleihen und Asset-Backed Securities) in mindestens zwei Dritteln der Länder liefern. In jeder Kategorie muss sie mindestens 10 % der zugelassenen Vermögenswerte, 10 % der Emittenten und 20 % des Nominalvolumens abdecken. Des Weiteren sind diese Kriterien durch die Agentur bereits in den drei Jahren vor ihrem Zulassungsantrag zu mindestens 80 % zu erfüllen.

Die Anforderungen sollen sicherstellen, dass die zugelassenen Ratingagenturen über eine umfangreiche Expertise im Hinblick auf Kreditrisikobeurteilungen und über eine entsprechende Ratinghistorie verfügen.

Aus Effizienzgründen und um zu gewährleisten, dass nur Ratingagenturen zugelassen werden, die eine fundierte und umfassende Kreditrisikoexpertise vorweisen können, berücksichtigen die Anforderungen auch die Marktakzeptanz der von den Agenturen verliehenen Ratings, die Kreditrisikoverflechtungen zwischen den verschiedenen Kategorien zugelassener Vermögenswerte⁵ sowie die geografische Konzentration der zugelassenen Sicherheiten im Eurogebiet. Gleichzeitig sind die Schwellenwerte jedoch nicht so restriktiv, dass die Aufnahme neuer Ratingagenturen verhindert wird. So können Ratingagenturen, die rund 100 Emittenten bewerten, die Anforderungen durchaus erfüllen, je nachdem, wie sie geografisch ausgerichtet sind und auf welchen Vermögenskategorien der Fokus ihrer Geschäftstätigkeit liegt.⁶ Darüber hinaus sind die Kriterien zum Abdeckungsgrad insgesamt so ausgestaltet, dass das Eurosystem die notwendigen Informationen erhält, um prüfen zu können, ob die Ratingagenturen eine angemessene Leistungshistorie vorzuweisen haben, und um ihre Ratings in die harmonisierte Ratingskala einordnen zu können. Die Anforderung eines Abdeckungsgrads von 80 % in den drei Jahren vor Antragstellung ermöglicht es neuen Ratingagenturen, ihre Abdeckung auf europäischer Ebene allmählich zu erhöhen und dann in das ECAF aufgenommen zu werden, wenn sie eine gut etablierte und umfangreiche Kreditrisikoexpertise nachweisen und ihre Marktakzeptanz belegen können.

Im Zulassungsverfahren prüft das Eurosystem alle zusätzlichen Informationen, die zur Risikoabsicherung und für eine effiziente Umsetzung des ECAF erforderlich sind.⁷ Die Einhaltung der Kriterien zum Mindestabdeckungsgrad

⁴ Die Bonitätseinstufung der Vermögenswerte ist gemäß der ECAF-Prioritätsregeln vorzunehmen; diese finden sich in Artikel 84 der Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60).

⁵ Beispielsweise erfordert das Rating strukturierter Finanzprodukte eine solide Kreditrisikobewertung der beteiligten Geschäftspartner.

⁶ Gegenwärtig erfüllt eine Kreditratingagentur mit einem Marktanteil von rund 1 % (gemäß Berechnungen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)) die ECAF-Kriterien in Bezug auf den Abdeckungsgrad.

⁷ Zu den allgemeinen Zulassungskriterien für externe Ratingagenturen, die seit der Einführung des ECAF allgemein zugänglich sind, siehe Artikel 120 der Leitlinie EZB/2014/60.

ist lediglich die Vorbedingung für die Einleitung eines Zulassungsverfahrens. Da Bonitätsinformationen bei Entscheidungen über die Notenbankfähigkeit von Vermögenswerten und bei der Festlegung von Bewertungsabschlägen von großer Bedeutung sind, trifft das Eurosystem seine Entscheidung über die Zulassung einer Ratingagentur auf der Grundlage einer umfassenden Due-Diligence-Prüfung. Dabei haben die Ratingagenturen eine Reihe von Informationsanforderungen sowie regulatorischen und operationellen Vorgaben zu erfüllen. Um in das Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen aufgenommen zu werden, müssen sie beispielsweise der Aufsicht der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) unterliegen. Außerdem benötigt das Eurosystem ausreichende Informationen zu den Ratings, um deren Qualität überwachen zu können. Aus Effizienzgründen und angesichts des ressourcenintensiven Due-Diligence-Prozesses, der bei jeder einzelnen Ratingagentur anzuwenden ist, müssen die Kriterien zum Mindestabdeckungsgrad erfüllt sein, bevor das Eurosystem mit der Zulassungsprüfung für eine neue Ratingagentur beginnt.

Darüber hinaus verstärkt das Eurosystem seine Due-Diligence, um eine rein mechanistische Verwendung externer Ratings zu verhindern. Es werden zusätzliche Untersuchungen durchgeführt, um die Ratings, Ratingprozesse und Methoden der im ECAF akzeptierten Ratingagenturen besser zu verstehen. Diese Bemühungen stehen im Einklang mit verschiedenen Initiativen internationaler Behörden zur Verringerung einer übermäßig starken Abhängigkeit von externen Ratings in rechtlichen, aufsichtlichen und anderen öffentlichen Rahmenwerken.⁸ Parallel hierzu hat das Eurosystem seine internen Kreditbewertungskapazitäten ausgebaut, z. B. durch Vergrößerung der Anzahl seiner internen Bonitätsbeurteilungssysteme für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften⁹ und durch Schaffung eines Due-Diligence-Prozesses für die Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen.

⁸ Siehe z. B. die Pläne des Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board) der G 20 zur Verringerung der Abhängigkeit von Kreditbewertungsagenturen, abrufbar unter: www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1

⁹ Siehe z. B. FSB, Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Mai 2014, abrufbar unter: www.fsb.org/2014/05/r_140512/

Aufsatz

Jüngste Struktur- und Kostenentwicklungen bei der Bankenfinanzierung im Euro- Währungsgebiet

Veränderte Finanzierungsstrukturen und -kosten im Bankensektor haben gewichtige Implikationen für die Kreditgewährung und mithin für die Wirtschaftsleistung und die Inflation. Die Finanzierungskosten der Banken unterliegen dem Einfluss der Geldpolitik, deren Transmission indes von einer Vielzahl von Faktoren, einschließlich der Widerstandsfähigkeit der Bankbilanzen und des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, abhängt. Daher können die Entwicklungen in der Bankenfinanzierung im Euroraum von Institut zu Institut und von Land zu Land variieren. Dieser Aufsatz bietet einen Überblick darüber, wie sich die Finanzierungsstruktur und die Finanzierungskosten der Banken – einschließlich Eigenkapital – in jüngerer Zeit verändert haben, und zeichnet die unterschiedliche Entwicklung im Euroraum während der Finanzkrise nach, die sich auch auf die Transmission der Geldpolitik auswirkte. Ebenfalls erörtert wird die Wechselwirkung zwischen den geldpolitischen Standard- sowie Sondermaßnahmen und den Finanzierungsbedingungen der Banken.

1 Einleitung

Die Heterogenität der Bankkreditkosten während der Finanzkrise stand zu einem maßgeblichen Teil mit den unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet in Zusammenhang. Für die Analyse der realwirtschaftlichen Kreditvergabe und somit der Wirtschaftsleistung und der Inflation ist es entscheidend, die Finanzierungsbedingungen der Banken zu verstehen, insbesondere vor dem Hintergrund der vom Leitzins abweichenden Entwicklung der Finanzierungskosten während der Krise.¹ Im Allgemeinen sind Banken bestrebt, sich sowohl über Kundeneinlagen als auch an den Geld- und Kapitalmärkten („wholesale funding“) zu finanzieren. Die Retail-Finanzierung, d. h. die Finanzierung über Kundeneinlagen des nichtfinanziellen Privatsektors, ist in der Regel die bedeutendste Finanzierungsquelle. Dabei sind Einlagen aus dem nichtfinanziellen Privatsektor tendenziell weniger schwankungsanfällig als kurzfristige institutionelle Einlagen, vor allem wenn sie dem Schutz von Einlagensicherungssystemen unterliegen. Doch die Bedeutung der verschiedenen Finanzierungsquellen bei der Gesamtfinanzierung einer Bank hängt von institutionellen Merkmalen wie der Größe oder dem Geschäftsmodell

¹ Eine Diskussion hierzu findet sich bei A. Illes, M. J. Lombardi und P. Mizen, Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?, Working Paper der BIZ, Nr. 486, Februar 2015.

des jeweiligen Kreditinstituts ab. Insbesondere bei kleinen Banken im Euroraum haben Kundeneinlagen einen erheblich größeren Anteil an der Gesamtfinanzierung als die Wholesale-Finanzierung,² die vor allem Interbankenverbindlichkeiten zum kurzfristigen Liquiditätsmanagement sowie die Emission von Schuldverschreibungen umfasst. Und schließlich haben Banken auch Zugang zu Zentralbankliquidität und nehmen darüber hinaus auch Kapital auf, in der Regel in der Form von Eigenkapital.

Für eine reibungslose Transmission der Geldpolitik ist ein gut funktionierender Bankensektor entscheidend.

In einem besonderen Maß gilt dies für das Euro-Währungsgebiet, wo die Banken bei der Außenfinanzierung des nichtfinanziellen Privatsektors eine herausragende Rolle innehaben. Der Ausbruch der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 zog sämtliche Segmente des Finanzsystems, allen voran den Bankensektor, in Mitleidenschaft. Dies behinderte die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Finanzierung der Banken und letztlich auf deren Kreditvergabebedingungen. Darüber hinaus sahen sich die Banken im Euro-Währungsgebiet in einem Umfeld, das von einer schleppenden Konjunktur, hohen Staatsschulden sowie der Sorge um schwache Banken geprägt war, länderspezifisch unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen gegenüber. Obgleich heterogene Finanzierungskosten per se nicht überraschend sind, führte die große Unsicherheit in einigen Ländern zu übertrieben hohen Risikoprämien, und der Zugang der Banken zur Wholesale-Finanzierung sowie in geringerem Maß auch zur Einlagenfinanzierung war streckenweise in gravierender Weise beeinträchtigt. Gleichzeitig fungierten die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB (wie die Umstellung auf das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung, d. h. die vollumfängliche Bereitstellung der von den Banken nachgefragten Liquidität zum Festzinssatz, sowie die beiden dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) Ende 2011 und Anfang 2012) als wirksamer Sicherungsmechanismus gegen Liquiditätsengpässe und verhinderten ungeordnete und erzwungene Bilanzverkürzungen, die sich ausgesprochen negativ in der Gesamtwirtschaft niedergeschlagen hätten. Seither haben die Fortschritte zur Schaffung einer Bankenunion sowie das Mitte 2014 bekannt gegebene Maßnahmenpaket der EZB zur Förderung der Kreditvergabe und das Anfang 2015 angekündigte erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu einer wesentlichen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen der Banken geführt, welche sich länderübergreifend wieder stärker angeglichen haben. Dies hat dazu beigetragen, die enge Verflechtung zwischen Banken und Staaten zu lockern und damit die Störung des Transmissionsmechanismus spürbar zu reduzieren.

Die Finanzierungs- und Kapitalstruktur von Banken ist aus einer Vielzahl von Gründen von Bedeutung.

Die Bestimmungsfaktoren der Finanzierungs- und Kapitalstruktur von Banken unterscheiden sich von jenen des nichtfinanziellen Unternehmenssektors.³ Banken unterliegen wegen ihres potenziell signifikanten Einflusses auf die Finanzstabilität und das Wirtschaftswachstum regulatorischen Eigenkapitalanforderungen. Weil sie sich größtenteils über Einlagen finanzieren,

² Siehe EZB, Report on financial structures, Oktober 2015.

³ Siehe A. Berger, R. Herring und G. Szego, The role of capital in financial institutions, in: Journal of Banking and Finance, Bd. 19, Ausgaben 3-4, Juni 1995, S. 393-430.

die zu einem nicht unerheblichen Teil durch Einlagensicherungen geschützt sind, müssen sie über ein bestimmtes Mindestkapital verfügen, um Verluste zu absorbieren und Moral-Hazard-Bedenken entgegenzuwirken.⁴ Mithin stellen die relativen Kosten der Eigenkapital- sowie Fremdfinanzierung zwar nicht die wesentliche Bestimmungsgröße ihrer Kapitalstruktur dar, doch bedeutet dies keinesfalls, dass diese Kosten irrelevant wären. Vielmehr spielen die Kapitalkosten eine bedeutende Rolle bei den Portfolioentscheidungen der Banken einschließlich ihrer Kreditvergabe. Die jüngeren Maßnahmen mit Blick auf den europäischen Aufsichts-, Regulierungs- und Abwicklungsrahmen wie makroprudenzielle Kapitalpuffer, Mindestanforderungen an die Verlustabsorptionsfähigkeit (Total Loss Absorbing Capacity oder kurz TLAC) oder die Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) tragen zur Korrektur von aus der Erwartung öffentlicher Stützungsmaßnahmen resultierenden Fehlanreizen („Too-big-too-fail“-Problem) bei. Hinsichtlich der Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Finanzierungskosten der Banken herrscht a priori keine Klarheit, da der direkte Effekt einer verringerten impliziten staatlichen Unterstützung zumindest partiell durch eine geringere Risikoneigung der Banken kompensiert wird. Der Übergang zu einem überarbeiteten Regulierungsrahmen kann kurzfristig zwar die Kreditvergabe einschränken, sollte mittel- bis langfristig erwartungsgemäß jedoch den wirtschaftlichen Wohlstand mehren, da die negativen Externalitäten im Zusammenhang mit systemischen Krisen eingedämmt werden.⁵

Der vorliegende Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 stellt die wichtigsten Entwicklungen bei den Finanzierungs- und Kapitalstrukturen der Banken dar und erörtert die geldpolitischen Maßnahmen, welche sich in den Finanzierungsvolumina niedergeschlagen haben. Abschnitt 3 beleuchtet die Entwicklung der Finanzierungs- und Eigenkapitalkosten sowie die Auswirkungen bestimmter geldpolitischer Maßnahmen auf diese Kosten. Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Zusammensetzung der Finanzierung und Einfluss der Geldpolitik

Die Finanzierungs- und Kapitalstruktur der Banken bestimmt maßgeblich die Stabilität und die Kosten der Finanzierung. Während der Krise war nicht allein das Gesamtvolumen der Finanzierung des Bankensektors Veränderungen unterworfen, sondern auch die Struktur der Finanzierung. In diesem Abschnitt werden einige der wesentlichen Veränderungen bei der Bankenfinanzierung im Euroraum während der vergangenen zehn Jahre erörtert sowie die Entwicklungen in anfälligen und weniger anfälligen Ländern einem Vergleich unterzogen.⁶ „Banken“ sind in diesem Kontext

⁴ Siehe R. Gropp und F. Heider, The Determinants of Bank Capital Structure, in: Review of Finance, Bd. 14, 2010, S. 587-622.

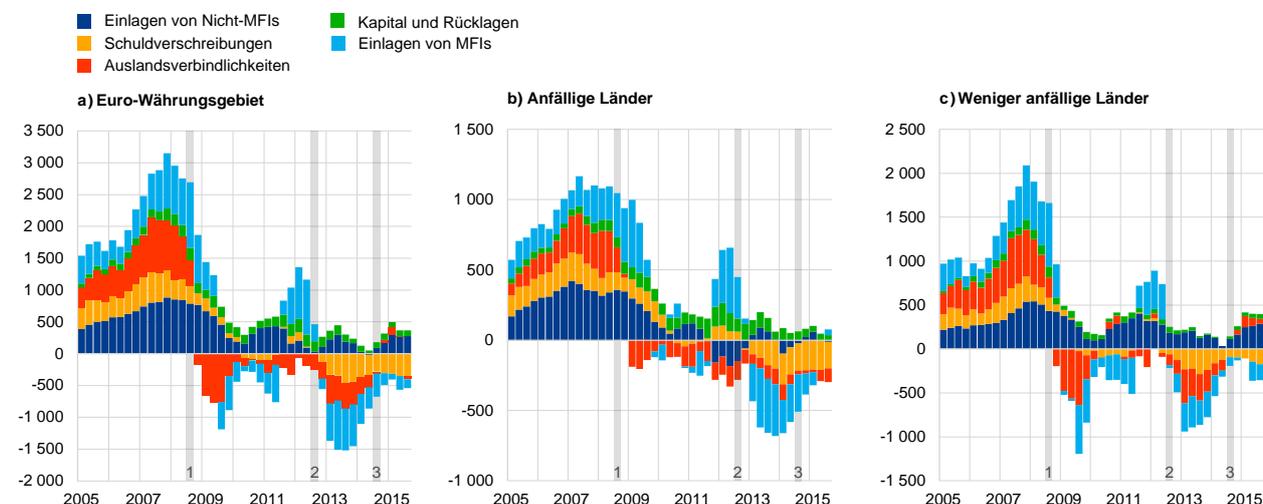
⁵ Siehe die Rede von EZB-Vizepräsident Vítor Constâncio „Financial regulation and the global recovery“ anlässlich der „Annual Hyman P. Minsky Conference“ in Washington D.C. am 16. April 2015.

⁶ Im vorliegenden Beitrag bezieht sich der Begriff „anfällige Länder“ auf Staaten, die unmittelbarer von der Krise betroffen waren, nämlich Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien, während alle anderen Euro-Länder als „weniger anfällige Länder“ bezeichnet werden.

Abbildung 1

Entwicklung der Finanzierung von MFIs (ohne Eurosystem)

(in Mrd € 12-Monatsveränderungen zum Quartalsende)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Drei Zeitpunkte sind in der Abbildung gesondert kenntlich gemacht: 1. der Zusammenbruch von Lehman Brothers, 2. die Ankündigung des OMT-Programms und 3. die Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe. Die Analyse basiert auf aggregierten MFI-Daten: Einlagen anderer MFIs umfassen Geschäfte zwischen Banken, die demselben Konzern angehören. Die abgebildeten Komponenten sind die bedeutendsten Verbindlichkeiten der MFIs und beinhalten keine Geldmarktfondsanteile oder sonstige – überwiegend aus Derivaten bestehende – Passiva. Die Angaben beziehen sich auf die 12-Monatsveränderungen zum Quartalsende und erfassen den Zeitraum vom ersten Quartal 2005 bis zum dritten Quartal 2015. Die MFI-Einlagen umfassen sowohl Interbankenverbindlichkeiten als auch die Refinanzierung durch das Eurosystem.

als im Euroraum ansässige Kreditinstitute oder sonstige monetäre Finanzinstitute (MFIs) zu verstehen. Auch die Auswirkung der geldpolitischen Maßnahmen auf das Finanzierungsvolumen und dessen Zusammensetzung wird beleuchtet.

Die Finanzierung der Banken im Euroraum unterlag mit Blick auf ihre Zusammensetzung in den letzten zehn Jahren Fluktuationen, in denen sich veränderte ökonomische Bedingungen, Unsicherheit und die Reaktion der Geldpolitik auf die Krise widerspiegelten. Bis zur Zuspitzung der

Finanzkrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers und dem daraus resultierenden Anstieg der Unsicherheit an den Interbankenmärkten hatte die Gesamtfinanzierung der Banken im Einklang mit der Ausweitung ihrer Aktiva zugenommen. Abbildung 1 zeigt die jährliche Entwicklung der wichtigsten MFI-Verbindlichkeiten einschließlich der Veränderungen beim Eigenkapital. Von 2005 bis Ende 2007 stiegen die Finanzierungsströme stetig an. Einen großen Anteil daran hatten Quellen der Wholesale-Finanzierung, welche (nicht aus dem Euroraum stammende) Auslandsverbindlichkeiten, Interbankenverbindlichkeiten sowie kürzerfristige Schuldverschreibungen umfassen und in der Regel eine höhere Volatilität als Kundeneinlagen aufweisen. Während das Wachstum dieser institutionellen Finanzierungsformen die rasche Expansion der Bankbilanzen in den Jahren vor der Krise beförderte, trugen die Kapitalabflüsse und rapiden Mittelabzüge bei Ausbruch der Krise wesentlich zum Finanzierungsdruck auf die Banken und zur Liquiditätsverknappung bei. Die verstärkte Inanspruchnahme dieser Finanzierungsquellen dürfte der Auslöser für eine prozyklische Tendenz bei der

Finanzintermediation gewesen sein.⁷

Einlagen gebietsansässiger Nicht-MFIs und insbesondere des nichtfinanziellen Privatsektors stellen die stabilste und größte Einzelkomponente der Bankenfinanzierung im Euroraum dar.

In ihrer Zusammensetzung variieren diese Einlagen zwar je nach Land und Bankentyp, doch bilden sie sowohl in anfälligen als auch weniger anfälligen Ländern die dominierende Finanzierungsform.⁸ Dabei sind Kundeneinlagen tendenziell eine stabilere Finanzierungsquelle als institutionelle Einlagen im Zuge der Wholesale-Finanzierung.⁹ Weil die Liquiditätsdienstleistungen, die die Finanzinstitute für die Einleger erbringen, mit Transaktions- und Wechselkosten einhergehen können, sind Einlagen privater Kunden weniger anfällig für nicht antizipierte Abhebungen.¹⁰ Da Mittelabzüge darüber hinaus von individuellen Liquiditätserfordernissen abhängen, sind sie – auf der Grundlage des Gesetzes der großen Zahl – tendenziell besser vorhersehbar. Überdies sind Einlagen in der Regel bis zu einer bestimmten Obergrenze versichert und daher weniger anfällig für negative, in einem Umfeld der Unsicherheit auftretende Schocks.

Mit der Zuspitzung der Finanzkrise im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers verringerten sich zwar die Einlagenströme, blieben aber im Vergleich zu anderen, stärker schwankenden Finanzierungsquellen sowohl in den anfälligen als auch weniger anfälligen Ländern robust.

Zwischen Niveauveränderungen der Einlagenhöhe und Veränderungen des Einkommens sowie der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen besteht ein Zusammenhang, sodass der Rückgang der Einlagen zumindest partiell die Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Euro-Währungsgebiet widerspiegelte.¹¹ Mit dem Anstieg der Spannungen an den Staatsanleihe- und Finanzmärkten nahmen die Einlagenabflüsse in finanziell anfälligen Ländern deutlicher zu. Dahinter verbargen sich vorwiegend Mittelrückführungen ausländischer Anleger (sowohl aus anderen Euro-Ländern als auch von Gebietsfremden). Nach Erreichen eines Höchststands Mitte 2012 ebften diese Abflüsse in den anfälligen Ländern ab, und die Fragmentierung bei der Finanzierung im Euro-Währungsgebiet verminderte sich. Großenteils ist dies der Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions – OMTs) durch die EZB zu verdanken sowie dem Beschluss der europäischen Staats- und Regierungschefs auf dem Gipfel der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets vom Juni 2012, die europäische Integration im Einklang mit dem langfristigen Ziel der Schaffung einer Banken-, Fiskal- und politischen Union zu vertiefen, und dem Beschluss, einen einheitlichen

⁷ Eine Erläuterung findet sich bei H. S. Shin und K. Shin, Procyclicality and Monetary Aggregates, Working Papers des NBER, Nr. 16836, Februar 2011.

⁸ Nicht-MFI-Einlagen umfassen Einlagen privater Haushalte, nichtfinanzieller Unternehmen und öffentlicher Haushalte sowie Einlagen von Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen oder sonstigen Finanzinstituten.

⁹ Eine Erörterung der allgemeinen Stabilität von Kundeneinlagen gegenüber der Finanzierung über Geld- und Kapitalmärkte findet sich bei R. Huang und L. Ratnovski, The dark side of bank wholesale funding, Working Paper Series der EZB, Nr. 1223, Juli 2010.

¹⁰ Siehe F. Song und A. Thakor, Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem, in: The Review of Financial Studies, Bd. 20(6), 2007, S. 2129-2177.

¹¹ Siehe B. Cohen und G. Kaufman, Factors Determining Bank Deposit Growth by State: An Empirical Analysis, in: Journal of Finance, Bd. 20, Ausgabe 1, 1965, S. 59-70.

Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) einzurichten.¹² Das Einlagenwachstum in finanziell anfälligen Ländern erholte sich nach diesen Ankündigungen zwar, blieb im Vergleich zum Vorkrisenniveau aber niedrig, um dann vor dem Hintergrund geringer Inflation und gedämpften Einkommenswachstums erneut zurückzugehen. Nach Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe durch die EZB Mitte 2014 und der Ankündigung des erweiterten APP Anfang 2015 nahmen die Einlagenzuflüsse angesichts der vermehrten Zentralbankliquidität wieder zu.

Die Geld- und Kapitalmarktfinanzierung, die in den Jahren vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers an Bedeutung gewonnen hatte, bildete sich bei Einsetzen der Krise rasch zurück, wobei vor allem die Emission von Schuldverschreibungen und die Interbankengeschäfte Einbrüche verzeichneten (siehe Abbildung 1). Da die Interbankenfinanzierung in den finanziell anfälligen Ländern schwieriger wurde, begaben die dort ansässigen Banken weiter Schuldverschreibungen. Ein Teil davon wurde mit Staatsgarantien ausgestattet, um die Finanzierung der Banken in diesem Zeitraum zu stützen.¹³ Mit steigender Unsicherheit und zunehmenden Befürchtungen hinsichtlich der staatlichen Zahlungsfähigkeit ging die Emission solcher Schuldverschreibungen jedoch zurück. Obgleich die Marktrisiken Mitte 2012 nachließen, kam es bei den Schuldverschreibungen zeitgleich zu einer zweiten Phase negativer Nettoemissionen durch die Banken, worin auch eine Korrektur übertriebener Verschuldungsniveaus in den finanziellen und nichtfinanziellen Sektoren sowie ein Umschwung hin zu einem umfassenderen Regulierungs- und Aufsichtsrahmen zum Ausdruck kamen. Daneben wurde die Finanzierung über Bankschuldverschreibungen durch Liquidität des Eurosystems substituiert, da diese kostengünstiger war. Insgesamt gingen die Mittelströme bei MFI-Einlagen, welche die Interbankenverbindlichkeiten wie auch die Refinanzierung über das Eurosystem umfassen, mit der Zuspitzung der Finanzkrise zurück (siehe Abbildung 1). Allerdings gilt es zu beachten, dass sich die Einlagenstruktur änderte, da die volatilere Interbankenliquidität teilweise durch Zentralbankliquidität ersetzt wurde (siehe Abbildung 2). In den Jahren vor der Finanzkrise war die Interbankenliquidität kontinuierlich angestiegen, was der engeren internationalen Verflechtung der Banken vor dem Hintergrund eines zusehends umfangreicheren grenzüberschreitenden Kreditgeschäfts geschuldet war. Mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ging die Nutzung von Interbankeneinlagen als kurzfristigem Liquiditätsinstrument – im Einklang mit einer notwendig gewordenen Rückführung der Fremdfinanzierung und vor dem Hintergrund einer allgemeinen Verunsicherung über die Bonität der Gegenparteien – zurück.¹⁴

¹² Siehe die Präsentation des EZB-Vizepräsidenten Vítor Constâncio „Fragmentation and rebalancing in the euro area“ auf der Joint European Commission-ECB Conference on Financial Integration am 25. April 2013 in Brüssel.

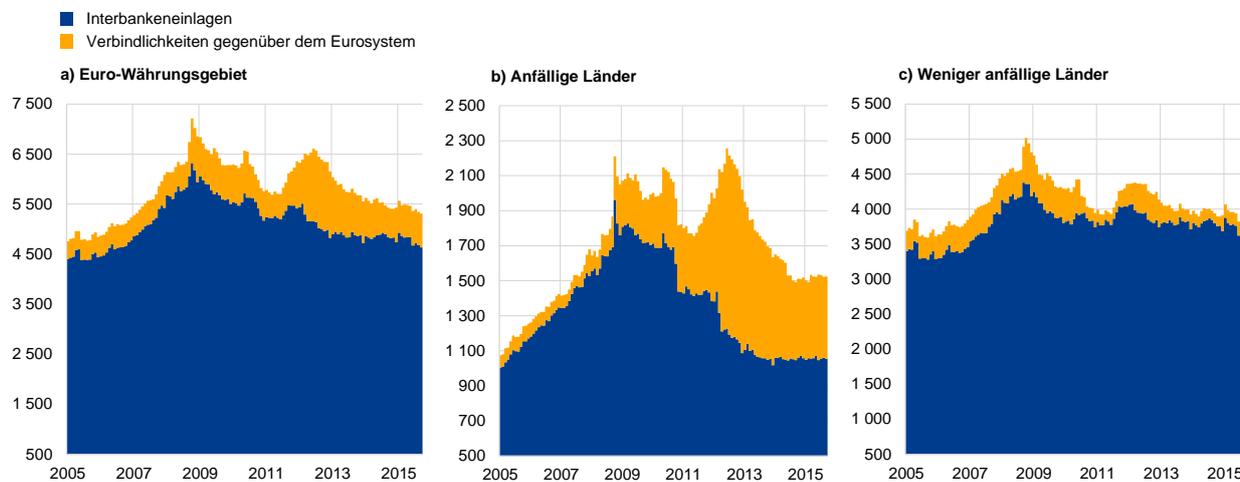
¹³ Siehe EZB, Refinanzierung der MFIs im Euro-Währungsgebiet über die Emission von Schuldverschreibungen, Kasten 1, Monatsbericht August 2010; EZB, Monetäre Analyse im Umfeld der Finanzmarkturbulenzen, Monatsbericht November 2009, sowie EZB, Staatliche Maßnahmen zur Stützung des Finanzsystems und ihre Auswirkungen auf die Bilanzen der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Kreditinstitute, Kasten 2, Monatsbericht April 2009.

¹⁴ Ein strukturelles Modell des Geldmarkts, bei dem Informationsasymmetrien und Befürchtungen über die Solvenz einzelner Banken zum Zusammenbruch des Interbankenhandels führen können, präsentieren F. Heider, M. Hoerova und C. Holthausen, Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk, Working Paper Series der EZB, Nr. 1126, Dezember 2009.

Abbildung 2

Aufgliederung der MFI-Einlagen bei MFIs (ohne Eurosystem)

(in Mrd € monatlicher Endstand)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zeitreihe für das Eurosystem umfasst dessen Kreditvergabe an Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets im Zusammenhang mit auf Euro lautenden geldpolitischen Geschäften und sonstige in Euro denominierte Forderungen an Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets.

Aufgrund der Finanzmarktspannungen kam es nicht nur zu einer Verlagerung weg von der Interbankenliquidität hin zu Liquidität des Eurosystems, vor allem in finanziell anfälligen Ländern (siehe Abbildung 2), sondern auch – insbesondere aufgrund der Reaktion der Geldpolitik auf die Krise – zu einer veränderten Zusammensetzung der vom Eurosystem bereitgestellten Liquidität.¹⁵ Bei Krisenbeginn ging die EZB zum Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung über, bei dem die Liquiditätsnachfrage der Banken vorbehaltlich der Stellung hinreichender Sicherheiten zu einem vom EZB-Rat festgesetzten Zinssatz vollständig gedeckt wird, was für Sicherheit und Stabilität im Bankensektor sorgte.¹⁶ Darüber hinaus wurde die Laufzeit der Liquidität mittels LRGs verlängert.¹⁷ Als sich die Spannungen im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung intensivierten und die Sorgen mit Blick auf die Solvenz der Banken zunahmen, kündigte die EZB zudem zwei LRGs mit dreijähriger Laufzeit an, von denen das erste Ende 2011 und das zweite Anfang 2012 erfolgte. Der Anteil der Liquidität des Eurosystems an der Bankenfinanzierung nahm im Anschluss an diese Operationen erheblich zu und erreichte Mitte des Jahres 2012 seinen Höchststand. Es gibt Belege dafür, dass diese Geschäfte während der Krise die Bankkreditvergabe beförderten und somit auch die Wirtschaft belebten und der Inflation Auftrieb verliehen.¹⁸ Als Teil

¹⁵ Einzelheiten hierzu finden sich bei F. Eser, M. Amaro, S. Iacobelli und M. Rubens, The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 135, August 2012.

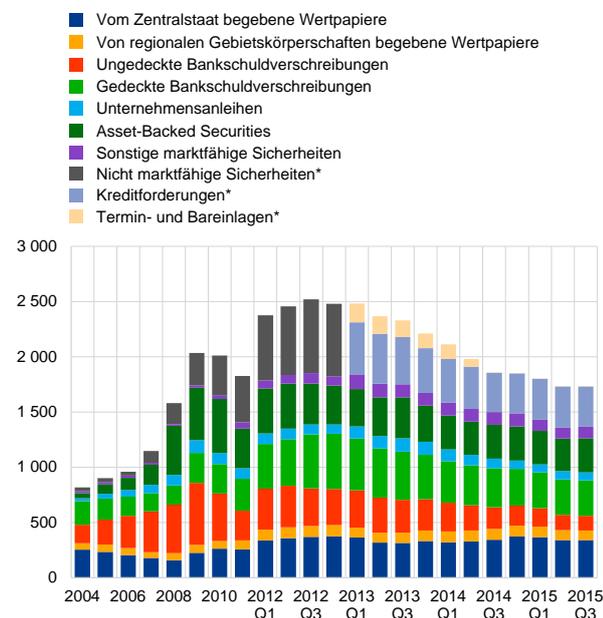
¹⁶ Siehe D. Giannone, M. Lenza, H. Pill, und L. Reichlin, Non-standard monetary policy measures and monetary developments, Working Paper Series der EZB, Nr. 1290, Januar 2011, und M. Lenza, H. Pill und L. Reichlin, Monetary policy in exceptional times, in: Economic Policy, Bd. 25, Ausgabe 62, 2010, S. 295-339.

¹⁷ Einzelheiten dazu finden sich bei F. Eser, M. Carmona Amaro, S. Iacobelli und M. Rubens, The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 135, August 2012.

¹⁸ Siehe M. Darracq-Pariès und R. De Santis, A non-standard monetary policy shock: the ECB's 3-Year LTROs and the shift in credit supply, Working Paper Series der EZB, Nr. 1508, Januar 2013.

Abbildung 3 Verwendete Sicherheiten

(in Mrd € nach Bewertung und Bewertungsabschlägen)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Durchschnittliche Monatsendbestände je Periode.

* Seit dem Anfangsquarter 2013 ist die Kategorie „nicht marktfähige Sicherheiten“ in zwei Kategorien untergliedert, nämlich in „Termin- und Bareinlagen“ und in „Kreditforderungen“.

eines im Juni 2014 beschlossenen Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe kündigte die EZB auch eine Reihe gezielter LRGs (GLRGs) an, mittels derer in Abhängigkeit vom Kreditvolumen der Banken Liquidität mit einer Laufzeit von bis zu vier Jahren bereitgestellt wurde, um die Funktionsweise des geldpolitischen Transmissionsmechanismus über die Förderung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu verbessern.¹⁹ Die gewichtete Durchschnittslaufzeit der von den Banken beim Eurosystem aufgenommenen Mittel verlängerte sich von rund 130 Tagen vor dem ersten GLRG auf rund 800 Tage nach Durchführung des fünften GLRG im September 2015.²⁰ In der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum vom Juli 2015 meldeten die Banken, dass sich dank der GLRGs ihre Liquiditätsausstattung und die Finanzierungsbedingungen am Markt sowie ihre Ertragslage per saldo verbessert hätten bzw. weiter verbessern dürften, und dass sie sie zur Substituierung anderer Finanzierungsformen, vor allem von sonstigen liquiditätszuführenden Geschäften des Eurosystems, fällig werdenden Schulden und Interbankenkrediten, nutzten bzw. zu nutzen beabsichtigten.²¹ Das Eurosystem nahm im Laufe der Krise auch Änderungen

am Sicherheitenrahmen vor, so vor allem die Ausweitung der Liste der für die geldpolitischen Geschäfte als Sicherheiten zugelassenen Vermögenswerte und die Absenkung der entsprechenden Bonitätsanforderungen.²² Diese Veränderungen waren von grundlegender Bedeutung für das Funktionieren des Bankensystems, insbesondere als die Spannungen an den Märkten für Staatsanleihen zu Rating-Herabstufungen führten. Dadurch wurde sichergestellt, dass solvente Banken auch weiterhin Zugang zu Liquidität hatten, damit eine weitere Zuspitzung der Krise vermieden würde.²³ Ihre Sicherheiten höchster Qualität nutzten die Banken in der Krise für direkte Repogeschäfte am Markt, während nicht marktfähige Sicherheiten zunehmend beim Eurosystem hinterlegt wurden (siehe Abbildung 3).

Im Zuge der Krise kam es neben dem Rückgang des Gesamtumfangs an Interbankenliquidität auch zu einer veränderten Zusammensetzung derselben, worin die Wahrnehmung eines gestiegenen Kontrahentenrisikos ihren Niederschlag fand. Insbesondere ab 2008 vollzog sich ein markanter

¹⁹ Siehe die am 3. Juli 2014 von der EZB veröffentlichte Pressemitteilung über die näheren Einzelheiten zu den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften.

²⁰ Bei dieser zur Veranschaulichung erstellten Berechnung wird davon ausgegangen, dass alle GLRGs bei Endfälligkeit im September 2018 getilgt werden und weder eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung noch eine vorzeitige Pflichtrückzahlung erfolgt.

²¹ Siehe www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201507.pdf

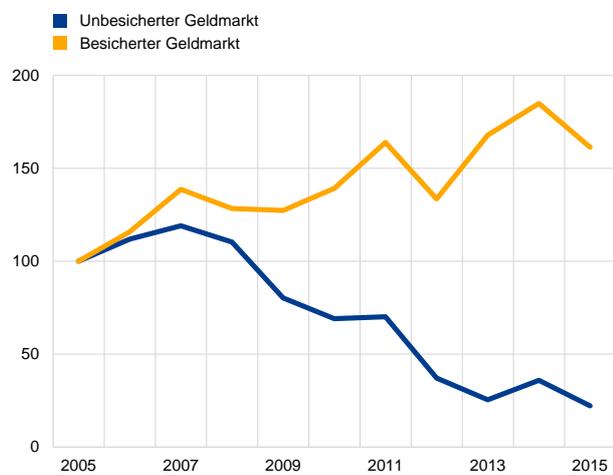
²² Einzelheiten zu den Änderungen am Sicherheitenrahmen finden sich in: EZB, Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems während der Krise, Monatsbericht Juli 2013.

²³ Siehe G. Wolff, Eurosystem collateral policy and framework: Was it unduly changed?, in: Bruegel Policy Contribution, Ausgabe 14, November 2014.

Abbildung 4

Volumina am Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets

(jährliche Indizes; 2005 = 100)



Quelle: EZB.

Umschwung von unbesicherten zu besicherten Krediten (siehe Abbildung 4) sowie eine substantielle Anpassung weg von Kontrahenten aus anderen Euro-Ländern hin zu inländischen Gegenparteien.²⁴ Befürchtungen hinsichtlich der Kontrahentenbonität führten zur verstärkten Inanspruchnahme zentraler Gegenparteien, welche die Abrechnung sowie die Abwicklung an den Geldmärkten ermöglichen, indem sie als direkte Kontrahenten sowohl für den Kreditgeber als auch den Kreditnehmer fungieren und damit das Adressenausfallrisiko auf sich nehmen.²⁵

Die Auslandsverbindlichkeiten stiegen in den Jahren vor der Krise spürbar an und förderten das Bilanzwachstum der Banken.

Im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers kam es jedoch unter anderem aufgrund asymmetrischer Informationen und einer plötzlichen Zunahme der Risikoaversion unter den internationalen Anlegern zu einer raschen Kontraktion

dieser Verbindlichkeiten.²⁶ Das Wachstum der Auslandsverbindlichkeiten im Vorfeld der Krise rührte aus den Einlagen Gebietsfremder und aus von ihnen gehaltenen kürzerfristigen, von Banken des Euroraums emittierten Schuldverschreibungen und spiegelte zu einem erheblichen Teil die Ausweitung der grenzüberschreitenden Interbankenliquidität wider (siehe Abbildung 1). Dies förderte die Verlängerung der Bankbilanzen, da die tiefen und liquiden internationalen Finanzmärkte dazu beitrugen, die quantitativen Beschränkungen des Liquiditätsmanagements der Institute zu reduzieren. Als aber die Krise ausbrach, versiegten plötzlich die grenzüberschreitenden Finanzierungsquellen, was die Verwundbarkeit der Banken gegenüber internationalen Finanzierungsengpässen ansteigen ließ.²⁷ In den finanziell anfälligen Ländern sind die Mittelflüsse bei Auslandsverbindlichkeiten seit dem Beginn der Krise weitgehend negativ geblieben. Bei den weniger anfälligen Ländern stiegen die jährlichen Mittelflüsse in jüngster Zeit an und sind seit Bekanntgabe der zusätzlichen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der EZB Mitte 2014 im Allgemeinen positiv gewesen.

Die nachteiligen Preisveränderungen und Forderungsverluste, die mit der Krise einhergingen, zogen Beeinträchtigungen der Eigenkapitalpositionen der Banken nach sich, die – in Verbindung mit Finanzierungsengpässen – häufig einen Abbau des Fremdkapitalanteils und Veränderungen bei der Passivstruktur der Banken, wie etwa eine verstärkte

²⁴ Nähere Einzelheiten zu den Entwicklungen an den Geldmärkten des Euro-Währungsgebiets finden sich in: EZB, Euro money market survey, September 2015.

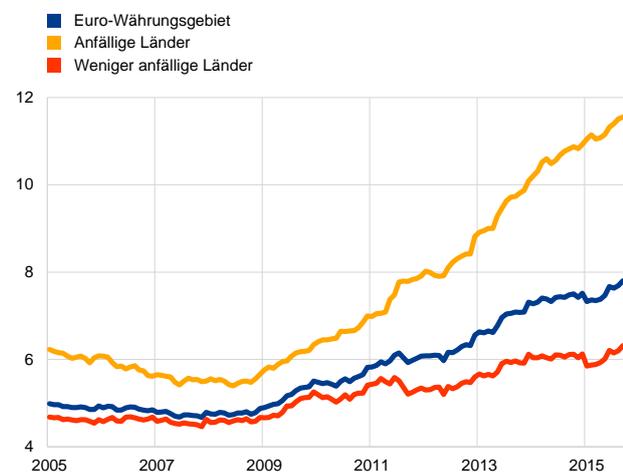
²⁵ Weitere Informationen zur Interbankenfinanzierung mittels zentraler Kontrahenten finden sich in: EZB, Die Interaktion der Finanzintermediäre und ihre Bedeutung für die monetäre Analyse, Monatsbericht Januar 2012, und EZB, Bereinigung der monetären Statistik um Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten, Kasten 3, Monatsbericht September 2012.

²⁶ Siehe K. Forster, M. Vasardani und M. Ca' Zorzi, Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 126, Juli 2011.

²⁷ Siehe EZB, Das Geldangebot – Verhalten der Banken und Auswirkungen auf die monetäre Analyse, Monatsbericht Oktober 2011.

Abbildung 5 Kapital und Rücklagen der MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem)

(in % der Gesamtaktiva)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Gesamtaktiva sowie Kapital und Rücklagen wurden anhand fiktiver Bestände errechnet, um den Einfluss von Neuklassifizierungen, Neubewertungen und Veränderungen in der Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets auf diese Messgrößen auszuschließen.

Struktur der wichtigsten Passiva der MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem)

(in % der wichtigsten Passiva)

	Euro-Währungsgebiet		Anfällige Länder		Weniger anfällige Länder	
	Jan. 2005	Sept. 2015	Jan. 2005	Sept. 2015	Jan. 2005	Sept. 2015
Einlagen von Nicht-MFIs	35	43	39	47	34	42
Schuldverschreibungen	18	14	15	12	20	15
Eigenkapital	6	9	8	13	6	8
Auslandsverbindlichkeiten	15	13	16	10	15	15
Verbindlichkeiten gegenüber anderen Banken	23	17	20	13	24	19
Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem	2	3	1	6	2	1
Gesamt (in Billionen €)	19,2	26,8	5	8,1	14,3	18,8

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die wichtigsten Passiva umfassen die gesamten Passiva (ohne sonstige Passiva) sowie Geldmarktfondsanteile. Die sonstigen Passiva umfassen volatile Komponenten, die nicht mit dem Kerngeschäft der Banken zusammenhängen, darunter vor allem (negativ bewertete) Finanzderivate, für die im Berichtszeitraum und in den einzelnen Rechtsgebieten unterschiedliche Vorschriften in Bezug auf die bilanzielle und statistische Behandlung galten.

Kapitalemission, bedingten. Wie aus Abbildung 5 hervorgeht, war der Anteil des Eigenkapitals gemessen an den Gesamtaktiva vor der Krise relativ stabil. Der darauffolgende Anstieg dieser Quote war bei Banken in anfälligen Ländern besonders ausgeprägt; dort sanken die Aktiva und erhöhte sich das Eigenkapital nicht nur in Reaktion auf die regulatorischen Anforderungen, sondern auch infolge des von den Märkten ausgehenden Drucks zur Vorhaltung größerer Kapitalpuffer. Neben dem Kapital, das über den Markt aufgenommen wurde, wurden den Banken in dieser Zeit auch erhebliche Mengen an Kapital über staatliche Kapitalzuführungen zur Verfügung gestellt.²⁸ Mit dem Inkrafttreten der Kapitaladäquanzrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD IV) und -verordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) im Januar 2014 stiegen die Anforderungen an das Eigenkapital, das die Banken zu aufsichtlichen Zwecken halten müssen, sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht. Außerdem wurde durch die neue europäische Gesetzgebung der Weg für die Schaffung einer Bankenunion bereitet, und es wurden Lücken in der Eigenkapitalregulierung adressiert, die durch die Krise zutage getreten waren.

In den letzten zehn Jahren hat sich die Finanzierungsstruktur der Banken im Euroraum aufgrund eines veränderten Marktrisikos, des wirtschaftlichen Umfelds und infolge geldpolitischer Maßnahmen gewandelt; so ist eine Abkehr von volatilen Finanzierungsquellen zugunsten stabilerer Quellen zu beobachten.²⁹ Die Tabelle zeigt, dass sich Banken zunehmend über Einlagen und weniger über Schuldverschreibungen und Auslandsverbindlichkeiten finanzieren – eine Entwicklung, die sowohl in anfälligen als auch in weniger anfälligen Ländern zu verzeichnen ist. In der Tabelle ist zudem eine Aufgliederung der MFI-Einlagen in Interbankenliquidität und Liquidität des Eurosystems dargestellt. Dabei wird deutlich, dass der Rückgang der Interbankenliquidität zwar das gesamte Euro-Währungsgebiet betraf, in den anfälligen Ländern aber am stärksten war. Die Abhängigkeit von Zentralbankliquidität nahm in der Zeit von Januar 2005

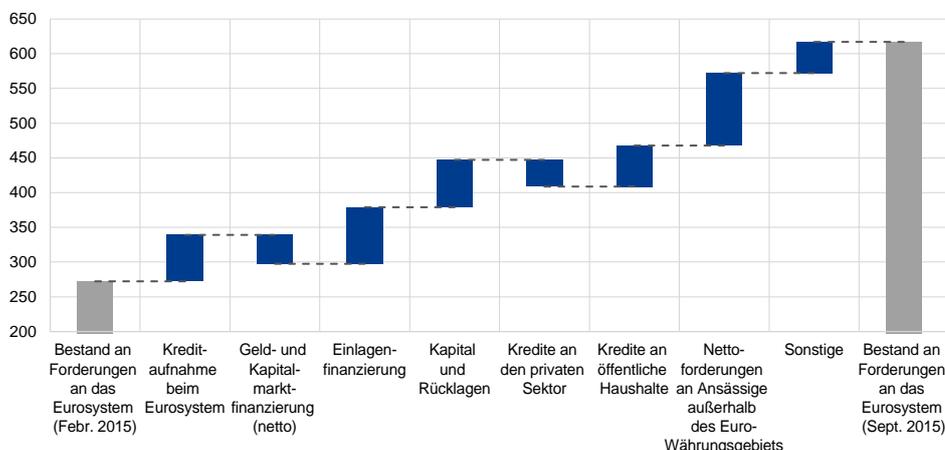
²⁸ Ein Überblick über die staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Bankensystems findet sich in: EZB, Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors während der Krise, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

²⁹ Ein detaillierterer Überblick über die Trends bei der Finanzierung von Banken im Eurogebiet nach der Krise findet sich bei A. Van Rixtel und G. Gasperini, Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area, Working Paper der BIZ, Nr. 406, März 2013.

Abbildung 6

Veränderungen in den Bilanzen der MFIs (ohne Eurosystem), die den Veränderungen der Reservebestände von Ende Februar bis Ende September 2015 entsprechen

(in Mrd € nicht saisonbereinigt)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei einer Erhöhung der Nettoaktiva verringern sich die Forderungen an das Eurosystem, bei einer Erhöhung der Nettopassiva steigen sie. Der Posten „Geld- und Kapitalmarktfinanzierung (netto)“ bezieht sich auf die Begebung von Schuldverschreibungen abzüglich des Bestands an MFI-Schuldverschreibungen und auf die Kreditaufnahme bei MFIs (ohne Eurosystem) abzüglich der Einlagen bei MFIs (ohne Eurosystem).

bis September 2015 in den finanziell anfälligen Ländern zu, während in den finanziell weniger anfälligen Ländern das Gegenteil der Fall war. Auch die Interbankenliquidität hat sich in ihrer Struktur verändert: Die Geschäfte sind zunehmend besichert (siehe Abbildung 4), und es werden weniger grenzüberschreitende Geschäfte getätigt, auch was Kontrahenten außerhalb des Euroraums angeht, wie sich an der gesunkenen Bedeutung der Auslandsverbindlichkeiten zeigt. Vor allem in anfälligen Ländern ist der Eigenkapitalanteil an den gesamten Finanzmitteln erheblich gestiegen. Zwar deckt sich diese Eigenkapitalmessgröße nicht mit der regulatorischen Größe, doch ist ihr Anstieg die Folge einer allgemeinen Verbesserung der Solvabilitäts- und Verschuldungskennziffern.³⁰ Insgesamt lässt diese Entwicklung darauf schließen, dass sich die Geschäftsmodelle zugunsten stabilerer Finanzierungsquellen verändert haben.³¹

Die Bilanz- und Finanzierungsstruktur der Banken wird auch künftig durch das wirtschaftliche und geldpolitische Umfeld, und hier insbesondere durch das erweiterte APP, beeinflusst werden, über das dem Bankensystem weitere Liquidität bereitgestellt werden wird. Das erweiterte APP umfasst zwei Programme für

den privaten Sektor (das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP 3)) sowie das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP). Es zielt darauf ab, die Finanzierungsbedingungen zu verbessern und die Inflation wieder auf

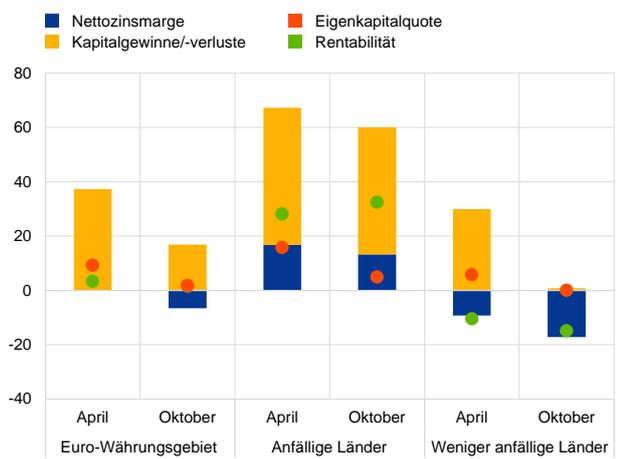
³⁰ Die statistische Definition von Kapital und Rücklagen umfasst Eigenkapital, Beträge aus nicht ausgeschütteten Gewinnen oder sonstigen Eigenmitteln sowie spezifische und allgemeine Rückstellungen für Kredite, Wertpapiere und sonstige Forderungen (wobei die Erfassung nach den nationalen Rechnungslegungsvorschriften erfolgen kann). Siehe EZB, Manual on MFI balance sheet statistics, April 2012.

³¹ Siehe EZB, Report on financial structures, Oktober 2015.

Abbildung 7

Auswirkungen des APP auf die Ertragslage und Eigenkapitalposition der Banken im Euro-Währungsgebiet gemäß den Umfragen zum Kreditgeschäft vom April und Oktober 2015

(Nettosaldo der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt sind die Auswirkungen in den letzten sechs Monaten. Der Nettosaldo ist definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die „deutlich gestiegen/verbessert“ oder „leicht gestiegen/verbessert“ und dem Anteil der Banken, die „leicht gesunken/verschlechtert“ oder „deutlich gesunken/verschlechtert“ als Antwort auf die entsprechende Frage in den Umfragen zum Kreditgeschäft vom April und Oktober 2015 meldeten. Bei der Berechnung der Anteile wurden Banken, die „nicht zutreffend“ geantwortet haben, nicht berücksichtigt.

ein Niveau zu heben, das mit Preisstabilität im Einklang steht.³² Das APP hatte erhebliche Auswirkungen auf die Bilanzen der Banken: Da das Eurosystem die angekauften Vermögenswerte durch die Bereitstellung von Reserven bezahlt, werden die Ankäufe immer über Banken abgewickelt, unabhängig davon, wer der Endverkäufer ist. Was die Finanzierung betrifft, so spiegelt sich der nach der Einführung des APP verzeichnete Anstieg der Reserven bislang hauptsächlich in einer Zunahme der Einlagen wider (siehe Abbildung 6), was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass die Banken bei Anleiheverkäufen durch Nichtbanken im Euroraum an das Eurosystem als Intermediäre auftreten. Der erhebliche Rückgang der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets ist Ausdruck dieser Mittlertätigkeit bei Verkäufen durch Gebietsfremde. Die Kreditvergabe an öffentliche Haushalte ist gesunken, was zumindest teilweise mit dem Verkauf von Wertpapieren an das Eurosystem aus den eigenen Portfolios der Banken zusammenhängt und zu einem Anstieg der Reserven beiträgt. Abbildung 6 zeigt außerdem eine Ausweitung der Kredite an den privaten Sektor, die in Teilen zur bereits genannten Zunahme der Einlagen beigetragen haben dürfte.

Den Umfragen zum Kreditgeschäft vom April und Oktober 2015 zufolge war der Beitrag des APP zur Ertragslage und Solvabilität der Banken im Euro-Währungsgebiet insgesamt positiv, obwohl der Effekt uneinheitlich und in den einzelnen Ländern unterschiedlich groß war (siehe Abbildung 7). Wenngleich

das APP zu Kapitalgewinnen im Zusammenhang mit den von den Banken gehaltenen Wertpapieren geführt hat, ist sein Effekt auf das Nettozinsergebnis a priori unklar. Einerseits sind die Zinserträge aufgrund der Komprimierung der Renditen und der Abflachung der Zinsstrukturkurve gesunken. Dies dürfte sich in geringeren Stückmargen niederschlagen, denn Verbindlichkeiten haben tendenziell kürzere Laufzeiten als Forderungen und reagieren weniger sensibel auf sinkende Zinsen, vor allem, wenn diese bereits sehr niedrig sind. Überdies entsteht durch das APP Überschussliquidität, die, sofern beim Eurosystem hinterlegt, negativ verzinst wird. Andererseits werden diese Auswirkungen zumindest teilweise durch Steigerungen der Intermediationsaktivität und Kreditqualität ausgeglichen, die sich aus dem positiven Einfluss des Programms auf das gesamtwirtschaftliche Ergebnis ergeben. Zwar leistete das APP einen lediglich moderaten Beitrag zur Ertragslage der Banken im Euroraum insgesamt, doch war seine Wirkung insbesondere in den anfälligen Ländern positiv. Für das Eurogebiet insgesamt betrachtet werden die geschätzten negativen Effekte auf das Nettozinsergebnis bisher durch den positiven

³² Die Ankäufe im Rahmen des erweiterten APP belaufen sich auf 60 Mrd € monatlich und sollen bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Nähere Informationen finden sich unter www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html

Einfluss der Kapitalgewinne und der verbesserten Kreditqualität vor dem Hintergrund der günstigen Auswirkungen des APP auf die Konjunkturerwicklung aufgewogen. Die Wirkung auf die Eigenkapitalquote ist ebenfalls positiv, wenngleich sie seit der Ankündigung und Umsetzung des Programms nachgelassen hat.

3 Finanzierungskosten und Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen

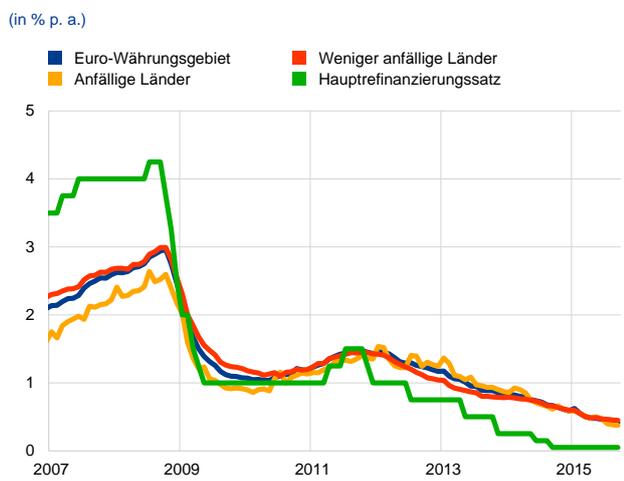
Als sich die Finanzkrise zuspitzte, bewirkten die Spannungen an den Finanzmärkten, dass die Finanzierungskosten vieler Banken im Eurogebiet anstiegen. Die Unsicherheit in Bezug auf die Lage bestimmter Bankenmärkte führte nicht nur zu Kapitalabflüssen, sondern auch zu einer Erhöhung der Risikoprämien für die Mittel, die den Banken zur Verfügung standen. Eine Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte war für viele Banken in finanziell anfälligen Ländern entweder nicht mehr verfügbar oder ging mit untragbar hohen Kosten einher, was – wie in Abschnitt 2 erläutert – eine vermehrte Inanspruchnahme von Zentralbankoperationen zur Folge hatte. Die zu beobachtende Marktfragmentierung war auf die hohe Unsicherheit und die große Risikoscheu zurückzuführen und zeitweise ausgeprägter als angesichts der tatsächlich zugrunde liegenden Risiken zu erwarten gewesen wäre. Das Ausmaß der Streuung der Kreditzinsen und die Unterschiede bei der Transmission der Geldpolitik waren hervorstechende Merkmale der Krise. Aus diesem Grund werden im vorliegenden Abschnitt sowohl aggregierte Länderdaten als auch Bankeinzeldaten herangezogen, um zu untersuchen, welche Finanzierungsarten im Zeitverlauf in welchem Ausmaß genutzt wurden. Diese Daten enthalten genaue Angaben zum Umfang der Einlagen des nichtfinanziellen Privatsektors, der von Banken begebenen Schuldverschreibungen und des Eigenkapitals sowie Angaben zu den Preisen von Einlagen und Wertpapieren und eine Schätzung der Eigenkapitalkosten.

Die Kosten für Einlagen in den verschiedenen Ländern des Euroraums können aus einer Reihe von Gründen variieren, so etwa wegen Unterschieden bei Laufzeit oder Marktstruktur und wegen Abweichungen beim Kreditrisiko und den institutionellen Faktoren (einschließlich Regulierung und Steuergesetzgebung).³³ Die Transmission der Geldpolitik muss trotz dieser Unterschiede in allen Euro-Ländern und für alle Banken langfristig reibungslos erfolgen. Die während der Krise herrschende Unsicherheit und Anspannung an den Finanzmärkten bewirkten, dass Bedenken hinsichtlich der Kreditrisiken die Fragmentierung der Finanzmärkte verstärkten und die Transmission behinderten, da die Unterschiede im Preissetzungsverhalten der Banken je nach wahrgenommener Wechselwirkung mit dem Staatsausfallrisiko des Sitzlandes der jeweiligen Bank zunahmen.³⁴

³³ Siehe EZB, Differences in MFI interest rates across euro area countries, September 2006.

³⁴ Siehe M. Darracq-Pariès, D. Moccero, E. Krylova und C. Marchini, The retail bank interest rate pass-through: the case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 155, August 2014.

Abbildung 8
Gewichtete Einlagensätze der Banken im Euro-Währungsgebiet für den nichtfinanziellen privaten Sektor



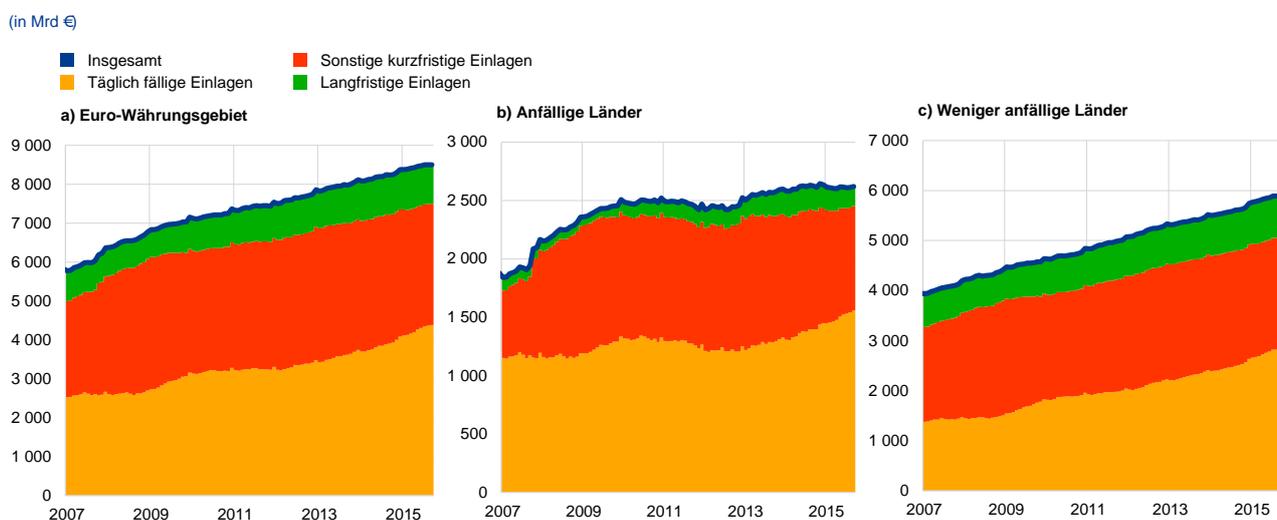
Quelle: EZB.
Anmerkung: Die gewichteten Zinssätze entsprechen dem Durchschnitt der Zinssätze im Neugeschäft für verschiedene Laufzeiten, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände.

Die Entwicklung der Einlagensätze verlief weitgehend parallel zu den Leitzinsen, wenngleich die Zinsweitergabe unvollständig war. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) der EZB wurde von 4,25 % Ende September 2008 auf 1,00 % im Mai 2009 gesenkt, und entsprechend – wenn auch nicht so stark – sanken auch die Einlagensätze im Euroraum (siehe Abbildung 8). So lagen sie im Oktober 2008 bei rund 2,95 % und erreichten Anfang 2010 einen Tiefstand von etwa 1,0 %. Ab der Jahresmitte 2010 stiegen die Einlagensätze langsam wieder an und beliefen sich, nachdem die Leitzinsen Mitte 2011 zwei Mal erhöht worden waren, Ende 2011 auf rund 1,45 %. Darauf folgte eine weitere geldpolitische Lockerungsphase, in der der Zinssatz für die HRGs in mehreren Schritten von 1,50 % im November 2011 auf 0,05 % im September 2014 gesenkt wurde. Die Einlagensätze waren in diesem Zeitraum ebenfalls rückläufig. Derzeit liegt der durchschnittliche gewichtete Zinssatz bei etwa 0,4 %. Zudem hat sich die Streuung der Einlagensätze leicht verringert, da sie sich

insbesondere im Fall der kürzeren Laufzeiten in der Nähe der Nullzinsgrenze befinden. Die Anzahl der Banken mit negativen Einlagensätzen ist jedoch in allen Segmenten weiterhin gering (siehe Abbildung 10).

Im Vorfeld der Krise waren die Zinssätze für Einlagen in den anfälligen Ländern insgesamt niedriger als in den weniger anfälligen Ländern. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem unterschiedliche Laufzeiten der Einlagen (siehe Abbildung 9). Täglich fällige Einlagen hatten insbesondere in den anfälligen Ländern einen recht hohen Anteil an den Einlagen des nichtfinanziellen Sektors bei Banken. Seit der

Abbildung 9
Aufgliederung der Einlagen des nichtfinanziellen privaten Sektors nach Laufzeiten

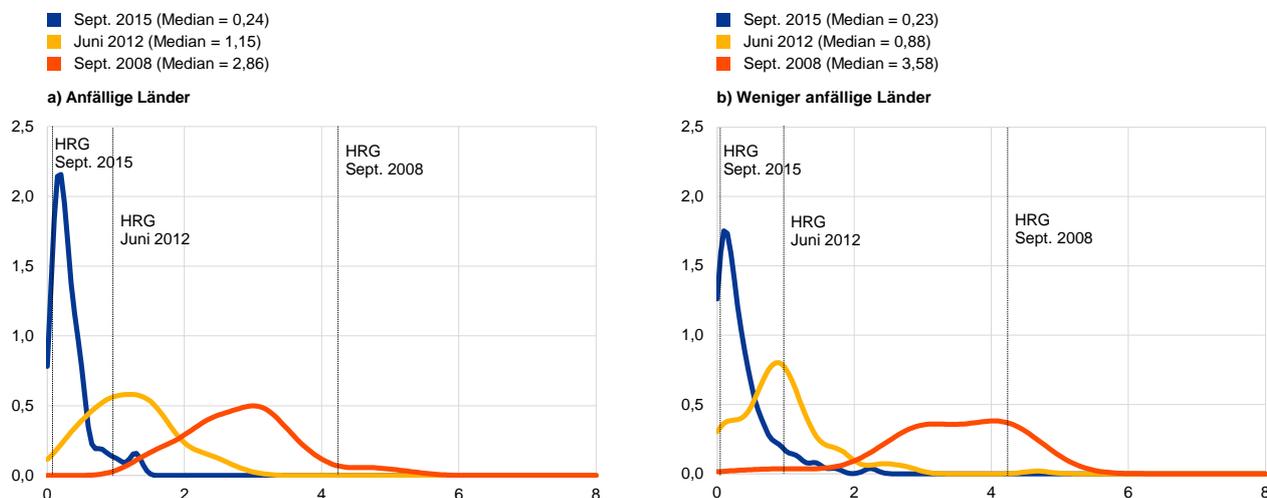


Quelle: EZB.

Abbildung 10

Verteilung der Einlagensätze der Banken im Euro-Währungsgebiet für den nichtfinanziellen privaten Sektor

(in % p. a.)



Quellen: iBoxx und EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinssätze entsprechen dem Durchschnitt der Zinssätze im Neugeschäft für verschiedene Laufzeiten, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände. Die Abbildung zeigt die geschätzte Dichteverteilung der Einlagensätze, die aus einer Stichprobe von MFIs in anfälligen und in weniger anfälligen Ländern stammen.

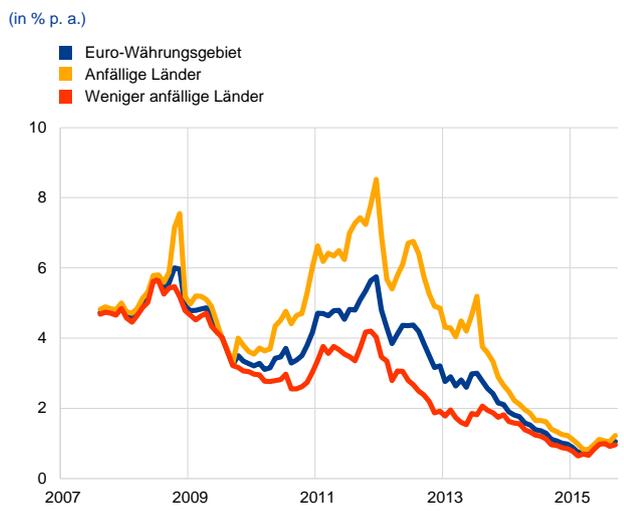
Krise ist dieser Anteil – vor dem Hintergrund der niedrigeren Zinsen – in beiden Ländergruppen angestiegen. Allerdings erhöhte sich das Gewicht der täglich fälligen Einlagen in den finanziell anfälligen Staaten erst später, was mit dem erschwerten Zugang zu den Finanzmärkten im Zusammenhang stand. Der Anteil der langfristigen Einlagen ist im gesamten Euro-Währungsgebiet leicht zurückgegangen. Zuzuschreiben war dies in erster Linie der Situation in den weniger anfälligen Ländern, wo der entsprechende Anteil jedoch noch immer deutlich höher ist als in den anfälligen Staaten.

Die Einlagensätze in den finanziell anfälligen Ländern entwickelten sich auf dem Höhepunkt der Krise nicht vollständig im Einklang mit den Leitzinssenkungen.

Der Median des Einlagenzinssatzes der Banken in diesen Ländern gab von 2,86 % im September 2008, als die Leitzinsen zurückgenommen wurden, auf rund 1,15 % zur Jahresmitte 2012 nach (siehe Abbildung 10). In den weniger anfälligen Staaten ging der Median der Einlagensätze indes stärker zurück, nämlich von 3,58 % auf 0,88 %. In den anfälligen Ländern könnten Abflüsse bei den Einlagen und die Tatsache, dass sich die Banken stabilere Finanzierungsquellen sichern mussten, den Rückgang der Zinsen gebremst haben.³⁵ Seit der Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte Mitte 2012 haben sich die durch Bedenken hinsichtlich der Solidität von Staaten und Banken bedingten Einlagenabflüsse verringert. Die Zinsen für Einlagen sind gesunken, und die Unterschiede bei der Preissetzung der Banken in den finanziell anfälligen Ländern haben sich ebenfalls merklich reduziert; dies war insbesondere nach der Bekanntgabe weiterer Maßnahmen zur Förderung der Kreditvergabe durch die EZB Mitte 2014 sowie des erweiterten APP Anfang 2015 zu beobachten. Die Einlagensätze konzentrieren sich vermehrt in einem Bereich um null, da aufgrund der Auswirkungen der

³⁵ Siehe EZB, The impact of the financial crisis on banks' deposit margins, Kasten 8, Financial Stability Review, Juni 2011.

Abbildung 11
Renditen von Schuldverschreibungen, die von Banken im Euro-Währungsgebiet emittiert wurden



Quellen: iBoxx und EZB.
 Anmerkung: Der Durchschnitt für die Renditen der Bankschuldverschreibungen wird anhand des Bestands der begebenen Wertpapiere gebildet.

geldpolitischen Lockerung die Finanzierungskosten niedrig bleiben. Dennoch hat sich herausgestellt, dass die Banken damit zögern, Negativzinsen für Einlagen einzuführen. Dies dürfte mit ihrer Geschäftspolitik zusammenhängen, da Privatkunden im Hinblick auf ihre Einlagen wohl nicht so negativ auf eine Anhebung der Provisionen wie auf einen negativen Einlagensatz reagieren dürften. Es könnte auch Ausdruck der allmählichen Weitergabe der zuvor erfolgten Leitzinssenkungen an die Einlagensätze sowie der jüngsten Änderungen der Preissetzung an den Geld- und Kapitalmärkten sein.

Der Zugang der Banken zur Marktfinanzierung verschlechterte sich im Zuge der Krise; so nahmen die Finanzierungsströme ab, und die Emission von Schuldverschreibungen verteuerte sich erheblich. Etwa zum Zeitpunkt der Turbulenzen im Zusammenhang mit der Krise am Subprime-Hypothekenmarkt in den Vereinigten Staaten und dem Zusammenbruch von Lehman Brothers war

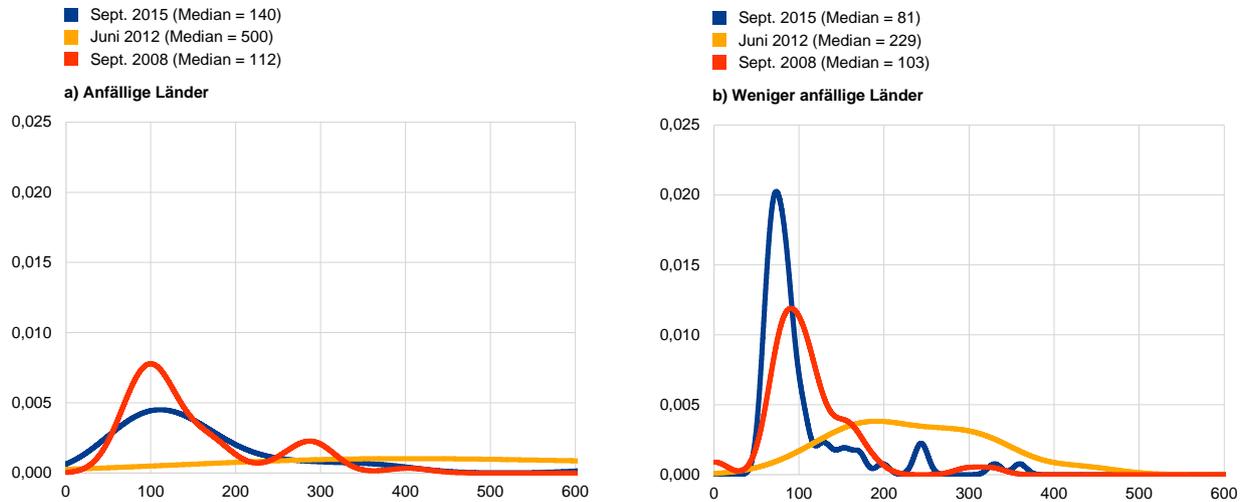
im Euroraum ein allgemeiner Anstieg der Finanzierungskosten am Markt zu verzeichnen (siehe Abbildung 11). Zwar war diese Entwicklung in den anfälligen Ländern ausgeprägter, doch standen dahinter wenige große Banken, die von der Insolvenz von Lehman Brothers besonders betroffen waren. Bei Ausbruch der Staatsschuldenkrise Anfang 2010 nahmen die Kosten der marktbasierter Finanzierung und die diesbezüglichen Unterschiede in den finanziell anfälligen Ländern zu, während die Banken in den stabileren Ländern von den Turbulenzen nicht so stark in Mitleidenschaft gezogen wurden. Zur Jahresmitte 2011 spitzte sich die Staatsschuldenkrise zu, und die Kosten der Banken für die Finanzierung über den Markt stiegen sowohl in den anfälligen als auch in den weniger anfälligen Ländern an, wobei sich zugleich auch der Abstand zwischen den Ländergruppen vergrößerte.³⁶ Die Einführung der LRGs mit einer Laufzeit von drei Jahren Ende 2011 und Anfang 2012 war zwar ein wirksamer Sicherungsmechanismus, um eine erzwungene Bilanzverkürzung bei den Banken zu verhindern, und sie trug zudem dazu bei, die Kosten der marktbasierter Finanzierung zu begrenzen, doch blieben diese Kosten bis zur Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte Mitte des Jahres 2012 insgesamt hoch. Die Anleiherenditen sind seitdem in beiden Ländergruppen gesunken. Für die meisten Banken im Eurogebiet gingen die Finanzierungskosten am Markt infolge des erweiterten APP weiter zurück. Dies galt jedenfalls bis zur Neubewertung an den Finanzmärkten, zu der es im April 2015 kam. Die Entwicklung der Spreads von Kreditausfallswaps (CDS), bei denen Unterschiede bezüglich Art und Laufzeit der von den Banken begebenen Schuldverschreibungen ausgeschaltet werden, verlief weitgehend parallel zu jener der Anleiherenditen der Banken. Die Verteilung der Spreads für fünfjährige CDS macht deutlich, dass aufgrund der Staatsschuldenkrise die Unterschiede bei der Einschätzung

³⁶ Siehe R. Babihuga und M. Spaltro, Bank Funding Costs for International Banks, Working Paper des IWF, Nr. 14/71, April 2014.

Abbildung 12

Verteilung der Spreads für fünfjährige Kreditausfallswaps von Banken

(in Basispunkten)



Quellen: Datastream und EZB.

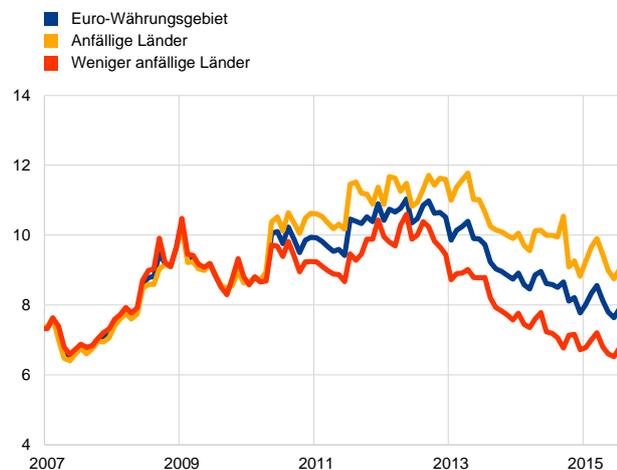
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzte Dichteverteilung der Spreads für fünfjährige CDS, die aus einer Stichprobe von MFIs in anfälligen und in weniger anfälligen Ländern stammen.

des Kreditrisikos der Banken vor allem in den anfälligen Ländern deutlich zunahm (siehe Abbildung 12). Die seit dem zweiten Halbjahr 2012 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB sowie die Stärkung des europäischen Aufsichts-, Regulierungs- und Abwicklungsrahmens haben die Spannungen an den Finanzmärkten, die Unterschiede beim wahrgenommenen Risiko der Banken im Euroraum und deren Kosten für marktbasierter Wholesale-Finanzierungen verringert. Seit Jahresbeginn 2015 führten jedoch die neuerlichen Spannungen in Griechenland für einige Banken zu einem Anstieg der CDS-Spreads.

Abbildung 13

Eigenkapitalkosten der Banken im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

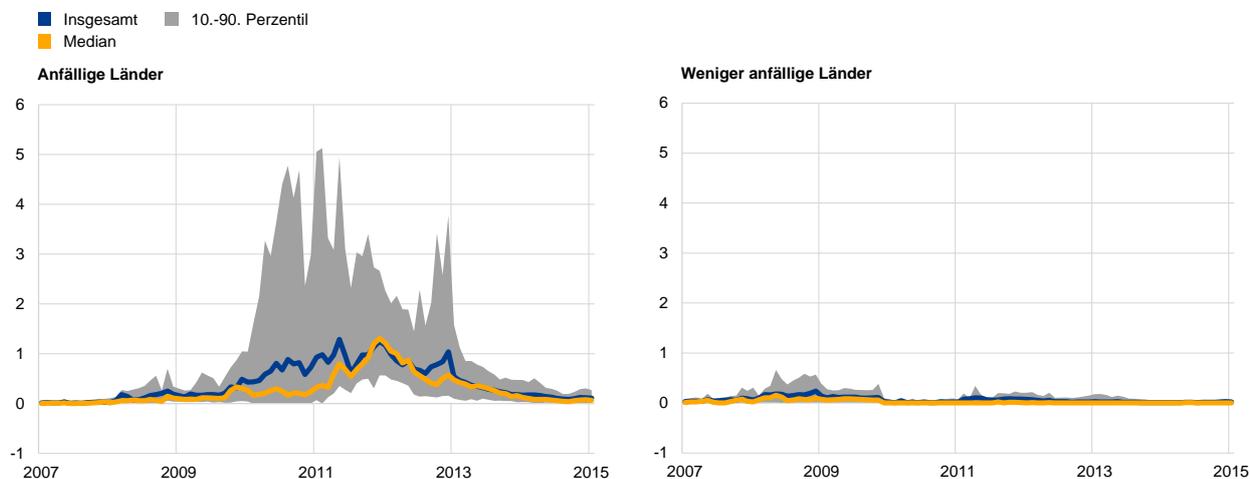
Während der Finanzkrise erhöhten sich die Eigenkapitalkosten für die im Eurogebiet ansässigen Banken drastisch (siehe Abbildung 13).

Auslösender Faktor war auch hier die Krise am US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt. Zwischen der von Banken in anfälligen Ländern und denjenigen in weniger anfälligen Ländern zu entrichtenden erwarteten Rendite entstand nach dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2010 ein Gefälle. Bis zum Sommer 2007 konnten sich die Banken im Euroraum Eigenkapital mit einer erwarteten Rendite von etwa 7 % beschaffen. Im Zeitraum zwischen dem Beginn der Subprime-Krise in den USA und dem Zusammenbruch von Lehman Brothers kletterten ihre Eigenkapitalkosten auf knapp 10 %. Bis zur zweiten Jahreshälfte 2012 stiegen sie weiter an und erreichten schließlich ein Niveau von deutlich über 10 %. Mit der Einführung der dreijährigen LRGs und der Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte setzte eine Abnahme

Abbildung 14

Wechselwirkung zwischen der Liquidität des Eurosystems und den durchschnittlichen Fremdkapitalkosten der Banken

(in % p. a.)



Quellen: iBoxx, EZB und EZB-Berechnungen.

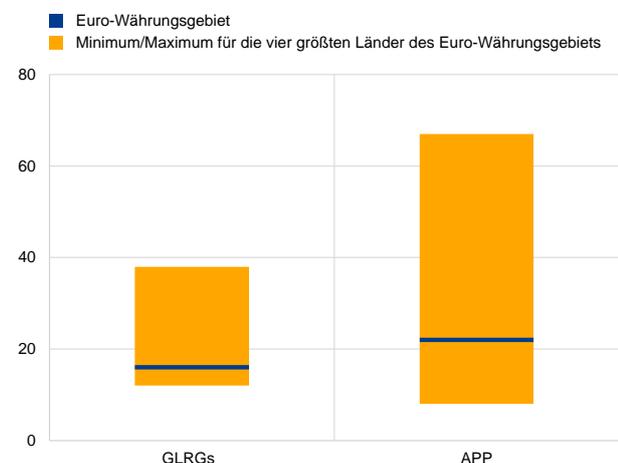
Anmerkung: Der schattierte Bereich zeigt die Streuung zwischen dem 10. und dem 90. Perzentil. Der Indikator wird berechnet, indem die Kosten für Schuldverschreibungen dem Anteil der vom Eurosystem bereitgestellten Liquidität in der Finanzierungsstruktur der Banken zugeordnet werden. Auf dieser Grundlage wird ein hypothetischer gewichteter Durchschnitt der Fremdkapitalkosten ermittelt und den tatsächlich verzeichneten Werten gegenübergestellt. Bei den hier betrachteten Komponenten des Fremdkapitals handelt es sich um Einlagen des nichtfinanziellen privaten Sektors, Schuldverschreibungen und vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität.

der Risikoscheu an den Finanzmärkten ein. Gleichzeitig gingen die risikofreien Zinsen zurück, und die Banken reduzierten stetig ihren Verschuldungsgrad, was zu einer Verringerung ihres Marktrisikos führte. Infolgedessen sind die Eigenkapitalkosten der Banken aufgrund der niedrigeren risikofreien Zinssätze und der verminderten Bilanzrisiken nun wieder nahezu auf dem Vorkrisenstand, und das, obwohl die Aktienrisikoprämie noch immer einige Prozentpunkte höher liegt als vor der Krise (Einzelheiten zur Schätzung der Eigenkapitalkosten finden sich in Kasten 1). Allerdings sind zwischen den anfälligen und den weniger anfälligen Ländern noch immer Unterschiede bei den Eigenkapitalkosten der Banken vorhanden; der Abstand liegt bei etwa 2 Prozentpunkten.

Alles in allem war die Unterstützung durch das Eurosystem während der Krise von erheblicher Bedeutung, als es darum ging, die aus den dysfunktionalen Finanzierungsmärkten resultierenden Verwerfungen zu begrenzen; dies geschah, indem großzügig Liquidität zu niedrigen Zinsen zur Verfügung gestellt und der prozyklische Rückgang der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor eingedämmt wurde. Abbildung 14 veranschaulicht die direkten Auswirkungen der Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem auf die Finanzierungskosten der Banken. In Anbetracht der Forward Guidance der EZB und der Durchführung der geldpolitischen Geschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung konnten die Banken die von der Zentralbank bereitgestellte Liquidität zur Refinanzierung verwenden. Damit ersetzten sie angesichts der widrigen Bedingungen am Markt die Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte. Dieser Effekt kann anhand der Annahme verdeutlicht werden, dass die Banken, wenn das Eurosystem keine Liquidität zur Verfügung gestellt hätte, Schuldverschreibungen hätten begeben müssen, was mit Kosten einhergegangen wäre, die sich aus dem Sekundärmarkt ableiten. Dies hätte einen höheren gewichteten Durchschnitt der

Abbildung 15
Geschätzter Einfluss der GLRGs und des APP
auf die Anleiherenditen der Banken

(in Basispunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Fremdfinanzierungskosten zur Folge gehabt. Aus dieser Messgröße lässt sich eine erhebliche Streuung zwischen den Banken ablesen, wobei die Reduzierung der Kosten für Banken mit Sitz in den anfälligen Ländern besonders stark war. Für die Kreditinstitute in den weniger anfälligen Ländern fiel die Kostenentlastung durch die vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität geringer aus, wenngleich sie für einige wenige Banken nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers zunahm; auch auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise schlug sie – in moderaterem Maße – zu Buche. Der tatsächliche Effekt der Liquidität des Eurosystems wird durch diesen Indikator vermutlich unterschätzt, da er Entlastungen, die sich bei quantitativen Beschränkungen und aus den – durch die verbesserte Stimmung an den Märkten bedingten – positiven Auswirkungen der Maßnahmen auf die Preise anderer Finanzierungsquellen ergeben, außer Acht lässt. Andererseits könnte es auch sein, dass sich angesichts des Zugangs zu sehr kostengünstiger Liquidität Möglichkeiten zu einer recht hohen

Profiterzielung ergaben. Dies würde bedeuten, dass die Banken diese Chancen nicht hätten nutzen können und keine Schuldverschreibungen emittiert hätten, wenn ihnen die Liquidität nicht bereitgestellt worden wäre.

Die drei wichtigsten Transmissionskanäle des APP und der GLRGs (direkte Weitergabe, Portfolioumschichtungen und Signalisierung) wirken sich alle auf die Finanzierungskosten der Banken und letztendlich auf die Wirtschaftsleistung und die Inflation aus.³⁷ Es gibt eine Reihe von Möglichkeiten, den direkten und den indirekten Einfluss des APP und der GLRGs auf die Finanzierungsbedingungen der Banken zu schätzen, so auch mithilfe kontrollierter Ereignisstudien. Diese Studien lassen den Schluss zu, dass die seit Juni 2014 eingeführten Sondermaßnahmen zusammengenommen in einer Vielzahl von Finanzmarktsegmenten einen deutlichen Renditerückgang bewirkten, wobei der Effekt mit zunehmender Laufzeit und steigendem Risikogehalt im Allgemeinen größer ausfiel (siehe Abbildung 15).³⁸

4 Schlussbemerkungen

Die veränderten Strukturen und Kosten der Finanzierung und des Eigenkapitals der Banken haben gewichtige Implikationen für die Kreditgewährung und mithin für die Wirtschaftsleistung und die Inflation. Die Finanzierungskosten der Banken unterliegen dem Einfluss der Geldpolitik, deren

³⁷ Eine ausführlichere Erörterung der verschiedenen Transmissionskanäle findet sich bei C. Borio und P. Disyatat, Unconventional monetary policies: an appraisal, Working Paper der BIZ, Nr. 292, November 2009.

³⁸ Siehe C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, November 2015.

Transmission indes von einer Vielzahl von Faktoren abhängt, einschließlich der Widerstandsfähigkeit der Bankbilanzen und des gesamtwirtschaftlichen Umfelds.

Im Verlauf der Krise waren die Finanzierungsbedingungen starken Schwankungen unterworfen, was Änderungen der wirtschaftlichen Lage, Spannungen an den Finanz- und Staatsanleihemärkten und die Reaktion der Geldpolitik auf diese Entwicklungen widerspiegelte. Die Finanzierungsstruktur der Banken veränderte sich in einem erheblichen Maße. So waren die Institute unter anderem darauf angewiesen, den Anteil des Eigenkapitals an ihrem Finanzierungsmix insgesamt zu erhöhen und ihre übermäßige Abhängigkeit von kurzfristigen marktbasierter Finanzierungen, die im Vorfeld der Krise zu beobachten gewesen war, einzuschränken. Die geldpolitischen Standard- und Sondermaßnahmen der EZB sorgten in den verschiedenen Phasen der Krise für eine merkbare Unterstützung der Wirtschaft. Der EZB-Rat senkte die Zinsen für die Refinanzierungsgeschäfte, erhöhte das Volumen der den Banken zur Verfügung gestellten Liquidität und verlängerte die entsprechenden Laufzeiten. Dies trug dazu bei, ungeordnete Bilanzverkürzungen zu verhindern und die Spannungen an den Finanzierungsmärkten zu verringern. Die Fortschritte im Hinblick auf die Schaffung einer Bankenunion sowie eine umfassendere Regulierung wirkten sich auf dem Weg zu einer tragfähigeren und robusteren Finanzierungsstruktur ebenfalls positiv aus. In jüngster Zeit hat sich das Bankensystem stabilisiert, und es sind Maßnahmen in Bezug auf die unter dem Zielwert liegende Inflation ergriffen worden. Über das Mitte 2014 eingeführte Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe und das APP wird zusätzliche Liquidität bereitgestellt, und die Finanzierungskosten werden gesenkt; dies wirkt sich günstig auf die Intermediationsfähigkeit der Banken und damit letztlich positiv auf die Wirtschaftsleistung und die Teuerung aus.

Die geldpolitischen Maßnahmen haben zwar dazu beigetragen, die Unterschiede bei den Finanzierungsbedingungen im Euroraum zu verkleinern (insbesondere mit Blick auf Einlagen und Anleihen, was zu einer besseren geldpolitischen Transmission führte), doch sind nach wie vor Diskrepanzen zwischen den einzelnen Ländern etwa bei den Eigenkapitalkosten zu erkennen. Die verschiedenen länderspezifischen Eigenkapitalkosten sind auf immer noch vorhandene Differenzen beim wahrgenommenen Risiko sowie auf die zugrunde liegenden Unterschiede bei der Widerstandsfähigkeit der Bankbilanzen und der erwarteten Ertragskraft der Banken zurückzuführen. Ein Großteil der Probleme der Banken bezieht sich auf strukturelle Aspekte, die nicht in der Hand der Geldpolitik liegen, sondern Maßnahmen des privaten Sektors oder der Staaten erfordern, um so eine nachhaltige Erholung zu gewährleisten.

Der derzeitige geldpolitische Kurs und das im Wandel befindliche regulatorische Umfeld werden Struktur und Kosten der Bankenfinanzierung weiterhin beeinflussen. Die Schritte hin zu einer Bankenunion und wichtige regulatorische Initiativen auf globaler und auf europäischer Ebene werden die Banken stärken und sich damit erheblich auf die Zusammensetzung ihrer Finanzierungsstruktur auswirken. Zwar könnten die Anpassungen an das neue Umfeld auf kurze Sicht mit Kosten einhergehen, doch wird das verminderte Risiko, dass es zu weiteren systemischen Krisen kommt, zu einem stabileren Bankensystem und einem robusteren Transmissionsmechanismus führen.

Kasten

Schätzung der Eigenkapitalkosten

Im vorliegenden Kasten wird der Ansatz vorgestellt, mittels dessen die Eigenkapitalkosten der Banken im Euro-Währungsgebiet geschätzt werden. Die Schätzungen basieren auf dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM). Der vorgestellte Ansatz kann auf ein Portfolio der größten börsennotierten Banken im Euroraum angewandt werden.

Die Eigenkapitalkosten entsprechen der von Anlegern erwarteten (Gleichgewichts-) Rendite für ihre Anteile an einer Bank oder verschiedenen Banken. Der Wert einer Investition sollte der erwarteten Summe aller künftigen Cashflows – mit einem Abschlag für das Investitionsrisiko – entsprechen. Dieser Diskontierungssatz steht definitionsgemäß für die Eigenkapitalkosten der Investition.³⁹ Da sich die Eigenkapitalkosten nicht beobachten lassen, müssen sie aus den Preisen und erwarteten Cashflows auf der Basis eines theoretischen Modells abgeleitet werden.

Die Schätzung der Eigenkapitalkosten von Banken kann mittels einer direkten oder einer indirekten Methode erfolgen.⁴⁰ Bei direkten Schätzungen wird die Barwertformel für den Cashflow invertiert; gegeben sind der Marktpreis des Eigenkapitals und die (aus Umfragen abgeleiteten) Markterwartungen im Hinblick auf die künftigen Cashflows der Banken. Da der Marktpreis (im Gleichgewicht) der abgezinsten Summe aller erwarteten künftigen Cashflows entsprechen muss, kann die Bewertungsgleichung nach dem Diskontierungssatz, der den Preis für das Eigenkapital der Banken wiedergibt, aufgelöst werden. Dieser Ansatz ist auch unter dem Begriff der impliziten Aktienrisikoprämie bekannt. Bei indirekten Schätzungen hingegen werden zunächst implizite Eigenkapitalkosten für den gesamten Aktienmarkt errechnet und dann mithilfe eines ökonomischen Modells auf die Eigenkapitalkosten von Banken projiziert. Wie bei den direkten Schätzungen wird der erste Schritt auf der Grundlage der impliziten Aktienrisikoprämie berechnet, während für den zweiten Schritt das CAPM herangezogen wird. Die Differenz zwischen der erwarteten Rendite am Aktienmarkt und dem risikofreien Zinssatz wird als Marktrisikoprämie bezeichnet – eine Messgröße für den Marktpreis des Risikos, die im Rahmen des CAPM zur Bepreisung aller Vermögenswerte verwendet wird.

Die in diesem Kasten dargestellte Methodik bedient sich des indirekten Verfahrens und besteht aus zwei Schritten: aus einer Schätzung der Marktrisikoprämie und aus deren Projektion auf die Eigenkapitalkosten der Banken mithilfe des CAPM. Das CAPM ist ein allgemeines Gleichgewichtsmodell, das strenge Vorgaben für den Querschnitt der erwarteten Renditen beinhaltet. Das CAPM prognostiziert, dass der Quotient aus der erwarteten Überschussrendite für Vermögenswert i und dem risikofreien Zinssatz ($E[R_i] - R_{rf}$) für alle i in β_i linear ist:

$$(E[R_i] - R_{rf}) = \beta_i (E[R_m] - R_{rf})$$

³⁹ Grundsätzlich lassen sich die Eigenkapitalkosten für ein einzelnes Projekt oder Portfolio definieren: für ein Unternehmen (Portfolio an Projekten), einen Sektor (Portfolio an Unternehmen) oder den ganzen Aktienmarkt (Portfolio aller Unternehmen).

⁴⁰ Umfragen, in denen Finanzakteure lediglich eine Schätzung ihrer Eigenkapitalkosten und/oder historische Durchschnittswerte der realisierten Überschussrenditen als Näherungswert für ihre Eigenkapitalkosten melden, werden in diesem Kasten nicht explizit berücksichtigt. Der erstgenannte Fall wird hier ausgenommen, da es sich hierbei um grobe Zahlen handelt, die sich nicht für eine ökonomische Interpretation anbieten. Der zweite Fall wird aufgrund der Naivität des Modells ausgenommen.

wobei $(E[R_m] - R_{rf})$ die Aktienrisikoprämie (Marktpreis des Risikos) sei und $\beta_i = [\text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)]$ den Beitrag von Vermögenswert i zum Risiko des Marktportfolios (Risikoquantität) beziffern soll. Dank des gegebenen Marktpreises für das Risiko genügt die Risikoquantität β_i , um Vermögenswert i bepreisen zu können.

Als Referenz-Marktportfolio dient im konkreten Fall der Aktienmarkt des Eurogebiets.

Dieser wird mittels des Euro-STOXX-Portfolios, einer breiten, aber dennoch liquiden Untergruppe des STOXX-Europe-600-Portfolios, näherungsweise erfasst. Die Renditen auf das Portfolio von 33 im Euro STOXX enthaltenen Banken werden unter Zuhilfenahme von täglichen Marktkapitalisierungsdaten als Gewichte aggregiert. Diese Banken machen rund 85 % der gesamten Vermögenswerte und der gesamten Marktkapitalisierung aller börsennotierten Banken im Euroraum aus.⁴¹

Das den Bankanteilsrechten inhärente Risiko (also der Beta-Faktor der Banken) wird anhand standardmäßiger linearer Regressionen quantifiziert.⁴²

Es erfolgt eine Regression der Erträge jedes Portfolios auf die Erträge des Marktindex. Als Referenz-Marktindex für alle Wertpapiere wird der Euro STOXX herangezogen, da der Finanzmarkt des Euro-Währungsgebiets mit seinen geringen Kosten für grenzüberschreitende Transaktionen und der gemeinsamen Währung gut integriert ist. Um die Entwicklung der Eigenkapitalkosten dieses Sektors im Zeitverlauf verfolgen zu können, konzentriert sich die Analyse auf Punktschätzungen des Beta-Faktors, die sich aus rollierenden Regressionen der Tageswerte über einen kurzen Zeithorizont (ein Jahr) ergeben.⁴³ Der Beta-Faktor der Banken im Euroraum lag bis zum ersten Halbjahr 2007 recht stabil zwischen 1,0 und 1,2. Nach dem Beginn der Finanzkrise stieg er konstant an und erreichte in der zweiten Jahreshälfte 2012 einen Wert von 1,7. Nach diesem Höchststand ging er stark zurück und fiel wieder auf sein Vorkrisenniveau.

Die Aktienrisikoprämie wird anhand des Marktpreises der Aktien und der Dividendenerwartungen der Analysten geschätzt. Die impliziten Prämien sind zukunftsgerichtete Messgrößen, die mittels einer Variation des Discounted-Cashflow-Modells (DCF) berechnet werden. Unter der Annahme einer konstanten Dividendenauszahlungsquote (welche impliziert, dass Gewinne und Dividenden gleich stark wachsen), reduziert sich das DCFM auf das Dividend-Discount-Modell (DDM). In seiner einfachsten Form postuliert das DDM, dass der Wert der Aktien durch die Dividenden bestimmt wird, die die Aktien den Anlegern einbringen, wobei ein Diskontierungssatz angewandt wird, der hinsichtlich der Höhe einer Laufzeitprämie und einer

⁴¹ Aus Gründen der Datenqualität und -verfügbarkeit werden die in diesem Aufsatz als finanziell „anfällig“ und „weniger anfällig“ definierten Länder durch die folgenden Länder repräsentiert: Spanien und Italien stehen für die anfälligen Länder, Belgien, Deutschland, Frankreich und Österreich für die weniger anfälligen.

⁴² Siehe hierzu E. F. Fama und J. D. MacBeth, Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests, in: Journal of Political Economy, Bd. 81, Nr. 3, 1973, S. 607-636.

⁴³ Aus Gründen der Robustheit werden die Schätzungen mit jenen verglichen, die man bei fünfjährigem Rollieren der Monatswerte erhält. Die Differenz ist, die jüngste Periode ausgenommen, statistisch nicht signifikant. Dass die beiden Größen für den jüngsten Zeitraum voneinander abweichen, ist ein Zeichen für den derzeitigen Fremdkapitalabbau bei den europäischen Banken.

Aktienrisikoprämie entspricht.⁴⁴ Das einfache, konstante Wachstums-DDM kann wie folgt dargestellt werden:

$$P_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{\rho_{t+k}}$$

wobei D_{t+k} die Höhe der Dividende im Zeitraum $t + k$ und ρ_{t+k} der Diskontierungssatz von t bis $t + k$ sei, definiert als die Summe aus risikofreiem Zinssatz und Aktienrisikoprämie:

$$P_{t+k} = 1 + R_{t+k}^{rf} + EP_t$$

Unter der Annahme, dass die Dividenden mit der Rate g konstant steigen, implizieren die beiden Gleichungen Folgendes:

$$EP_t = \frac{D_t}{\rho_t} (1 + g) - (R_t^{rf} - g)$$

Die Aktienrisikoprämie wird mittels eines H-Modells geschätzt, einer Variation des DDM.⁴⁵

Es wird davon ausgegangen, dass die Dividenden für (durchschnittlich) H Jahre mit der anormalen Rate g_a wachsen und sich das Wachstum auf lange Sicht allmählich auf die normale Rate g_{ss} verlangsamt/beschleunigt. Die erwartete Wachstumsrate wird der Annahme zufolge ausgehend von ihrem Ausgangswert g_a linear auf die langfristige (konstante) Rate g_{ss} sinken:

$$EP_t = \frac{D_t}{\rho_t} (1 + g_a) + H * (g_a - g_{ss}) - (R_t^{rf} - g_{ss})$$

Die langfristige erwartete Wachstumsrate g_{ss} wurde als langfristige Prognose zum Wachstum des realen BIP (in mehr als fünf Jahren) aus der Umfrage von Consensus Economics entnommen. Die langfristigen Realzinsen sind die Rückzahlungsrenditen für zehnjährige inflationsindexierte Staatsanleihen. Die Dividendenrenditen D_t/P_t und die anormalen Wachstumsprognosen g_a stammen aus der I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System)-Datenbank. Diese Datenbank ermittelt einen (anhand der Marktkapitalisierung) gewichteten Durchschnitt der mittleren Prognose zur Jahreswachstumsrate der Gewinne einzelner, im Euro STOXX enthaltener Unternehmen über einen Zeitraum von fünf Jahren.

⁴⁴ Siehe M. J. Gordon, Dividends, Earnings, and Stock Prices, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 41, Nr. 2, 1959, S. 99-105.

⁴⁵ Siehe R. J. Fuller und C.-C. Hsia, A Simplified Common Stock Valuation Model, in: Financial Analysts Journal, Bd. 40, Nr. 5, 1984, S. 49-56.

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im Statistical Data Warehouse (SDW) abgerufen werden:	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
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (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 ²⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Nahrungsmittel und Energie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,0	.	1,4	0,0
2015 Q1	0,8	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	0,7	1,0	0,5	-0,1	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
Q3	0,7	0,5	0,4	0,3	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	0,5	0,1	.	1,5	0,2
2015 Juli	.	.	.	.	.	.	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
Aug.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
Sept.	.	.	.	.	.	.	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Okt.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Nov.	.	.	.	.	.	.	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,1
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	0,2	.	1,6	0,2

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

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

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Juni	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Juli	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Aug.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
Sept.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Okt.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
Dez.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08

Quelle: EZB.

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

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}					Euro-Währungs- gebiet ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Juni	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Juli	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
Aug.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
Sept.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Okt.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
Dez.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98

Quelle: EZB.

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

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX											Vereinigte Staaten	Japan	
	Benchmark		Hauptbranchen									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Gesamt- index 1	Euro STOXX 50 2	Grund- stoffe 3	Verbrau- chernahe Dienstlei- stungen 4	Konsum- güter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanz- sektor 7	Industrie 8	Techno- logie 9	Versor- gungsun- ternehmen 10	Telekom- munikation 11	Gesund- heits- wesen 12	13	14
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 Juni	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8
Juli	366,3	3 545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2 094,1	20 372,6
Aug.	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1
Sept.	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2
Okt.	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1
Nov.	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8
Dez.	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zins- satz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 Dez.	0,20	0,89	0,96	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,74	2,40	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48
2015 Jan.	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,24	6,42	6,73	2,75	2,31	2,55	2,45	2,43	2,69	2,40
Febr.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,09	2,51	2,35	2,48	2,58	2,37
März	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,45	2,24	2,39	2,53	2,29
April	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
Mai	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17
Juni	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,32	2,48	2,18
Juli	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
Aug.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
Sept.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25
Okt.	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov. ^(p)	0,14	0,65	0,64	0,94	6,68	16,91	5,27	6,22	6,60	2,68	2,05	2,32	2,32	2,45	2,62	2,27

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

2.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014 Dez.	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,77	2,50	1,73	2,16	2,13	2,44
2015 Jan.	0,22	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,99	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,44
Febr.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,59	3,72	3,14	2,23	2,71	2,39	1,51	1,99	2,15	2,36
März	0,21	0,32	0,97	3,39	3,45	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,11	2,00	2,35
April	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,03	2,32
Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,26
Juni	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,04	2,24
Juli	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,17
Aug.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,13
Sept.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,18	2,20
Okt.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,14
Nov. ^(p)	0,16	0,23	0,84	3,05	3,13	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12

Quelle: EZB.

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

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

2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2012	1 432	587	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21
2013	1 253	483	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1 320	544	129	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 Juni	1 336	559	130	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
Juli	1 339	558	126	.	81	520	54	339	143	34	.	39	91	31
Aug.	1 340	558	130	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
Sept.	1 324	545	125	.	75	520	59	343	162	30	.	29	93	30
Okt.	1 337	552	143	.	74	509	60	362	172	31	.	32	86	42
Nov.	1 351	559	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Langfristig														
2012	15 205	4 814	3 166	.	842	5 758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15 108	4 405	3 086	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 126	4 048	3 158	.	993	6 285	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 Juni	15 341	3 937	3 258	.	1 027	6 484	634	208	69	34	.	13	87	5
Juli	15 301	3 915	3 278	.	1 034	6 437	636	224	79	42	.	10	83	10
Aug.	15 243	3 892	3 236	.	1 033	6 444	637	112	42	19	.	4	44	4
Sept.	15 263	3 864	3 244	.	1 040	6 482	633	255	63	80	.	14	93	4
Okt.	15 349	3 859	3 312	.	1 047	6 495	636	234	80	43	.	12	89	10
Nov.	15 411	3 870	3 311	.	1 062	6 524	644	201	70	38	.	15	67	11

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2012	16 636,6	5 400,9	3 312,0	.	917,3	6 316,2	690,3	4 598,5	404,7	616,0	3 577,9
2013	16 361,5	4 887,6	3 208,5	.	987,9	6 597,8	679,6	5 649,0	569,1	748,7	4 331,3
2014	16 446,2	4 591,6	3 287,1	.	1 051,6	6 822,9	692,9	5 958,0	591,1	786,6	4 580,3
2015 Juni	16 676,6	4 496,0	3 387,7	.	1 101,9	7 000,6	690,5	6 843,6	664,3	881,3	5 298,0
Juli	16 639,2	4 472,9	3 404,1	.	1 115,3	6 956,9	690,0	7 114,5	695,0	915,6	5 503,9
Aug.	16 583,4	4 450,2	3 365,3	.	1 112,2	6 959,6	696,1	6 576,7	630,6	850,7	5 095,3
Sept.	16 587,3	4 409,5	3 368,9	.	1 114,8	7 001,9	692,1	6 273,7	582,5	807,2	4 884,0
Okt.	16 686,2	4 411,0	3 454,3	.	1 120,5	7 004,1	696,3	6 812,0	612,1	874,7	5 325,2
Nov.	16 762,0	4 429,6	3 454,9	.	1 135,0	7 032,2	710,2	7 006,4	613,9	922,6	5 469,9
Wachstumsraten											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,8	4,9	2,0	0,3
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,8	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7
2015 Juni	-1,1	-7,7	1,3	.	4,2	1,6	-0,7	1,0	4,1	0,5	0,7
Juli	-1,2	-7,6	0,5	.	3,9	1,5	-0,5	1,0	3,3	0,3	0,9
Aug.	-1,0	-7,3	0,5	.	3,9	1,8	-0,1	1,0	3,3	0,4	0,8
Sept.	-0,5	-7,5	2,3	.	4,1	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7
Okt.	0,2	-6,0	3,0	.	4,1	2,4	0,2	1,0	3,3	0,9	0,8
Nov.	0,2	-5,6	2,6	.	4,4	2,2	1,3	1,0	3,0	1,5	0,6

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,0	98,8	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,3	102,2	100,4	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	.	.	.	106,5	87,9
2015 Q1	93,0	89,1	89,4	83,9	91,3	92,2	106,4	88,3
Q2	91,2	87,5	88,3	82,3	90,0	90,1	104,4	86,3
Q3	92,7	88,7	89,6	84,0	91,6	91,4	107,6	88,7
Q4	92,4	88,3	89,3	.	.	.	107,7	88,4
2015 Juli	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Aug.	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
Sept.	93,8	89,7	90,7	-	-	-	109,6	90,3
Okt.	93,6	89,5	90,4	-	-	-	109,0	89,6
Nov.	91,1	87,0	88,0	-	-	-	106,0	86,9
Dez.	92,5	88,3	89,4	-	-	-	108,0	88,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2015 Dez.	1,5	1,4	1,5	-	-	-	1,9	1,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2015 Dez.	-6,6	-6,9	-5,2	-	-	-	-4,5	-5,7

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 Q1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
Q2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
Q3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
Q4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2015 Juli	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
Aug.	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
Sept.	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
Okt.	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Nov.	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
Dez.	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2015 Dez.	2,6	0,4	0,0	0,0	0,7	0,6	1,0	2,7	1,3	-0,7	-0,1	1,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2015 Dez.	-8,0	-0,4	-2,2	0,3	1,1	-10,0	1,8	-7,9	1,0	-1,7	-10,0	-11,8

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2014 Q4	19 874,6	20 995,4	-1 120,7	8 247,8	6 403,1	6 467,3	9 829,8	-43,1	4 590,4	4 762,5	612,3	12 048,4
2015 Q1	21 841,7	22 847,8	-1 006,0	8 952,8	6 632,8	7 225,2	11 059,5	-69,3	5 042,7	5 155,5	690,4	13 008,1
Q2	21 447,0	22 295,7	-848,7	8 871,7	6 704,2	7 105,7	10 628,1	-24,8	4 835,9	4 963,4	658,5	12 653,2
Q3	21 347,0	22 222,1	-875,1	9 177,3	7 153,7	6 781,0	10 124,9	-36,7	4 781,1	4 943,4	644,2	12 668,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2015 Q3	206,9	215,4	-8,5	88,9	69,3	65,7	98,1	-0,4	46,3	47,9	6,2	122,8
Transaktionen												
2014 Q4	83,3	20,6	62,7	65,6	70,4	103,5	12,3	10,0	-98,8	-62,1	2,9	-
2015 Q1	547,1	511,7	35,5	193,7	89,2	137,1	249,9	22,6	187,9	172,5	5,8	-
Q2	60,9	23,0	37,9	97,0	139,7	128,2	1,5	1,3	-163,3	-118,3	-2,4	-
Q3	59,0	13,9	45,1	106,4	137,8	14,2	-106,9	-1,7	-62,6	-16,9	2,7	-
2015 Juni	-57,1	-116,7	59,6	36,1	57,0	34,5	-22,4	-6,4	-124,5	-151,3	3,2	-
Juli	120,0	130,9	-10,8	82,7	95,4	14,9	-63,6	9,9	19,5	99,1	-7,0	-
Aug.	-18,4	-25,3	6,9	-10,0	4,3	-12,1	-34,3	-7,8	10,1	4,7	1,4	-
Sept.	-42,6	-91,6	49,0	33,8	38,1	11,4	-9,0	-3,8	-92,2	-120,7	8,3	-
Okt.	121,1	84,7	36,4	40,5	42,6	55,8	30,3	-0,7	31,4	11,7	-6,0	-
Nov.	-15,6	-52,7	37,2	-3,4	-5,2	34,8	-8,7	13,7	-63,0	-38,9	2,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2015 Nov.	649,3	499,4	149,9	426,5	406,8	392,1	168,2	37,5	-210,4	-75,6	3,7	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2015 Nov.	6,3	4,8	1,5	4,1	3,9	3,8	1,6	0,4	-2,0	-0,7	0,0	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2012	9 835,2	9 573,9	5 533,7	2 065,5	1 992,2	1 035,3	589,2	362,9	-17,5	261,3	4 299,2	4 037,9
2013	9 933,5	9 595,3	5 557,2	2 094,5	1 949,9	1 005,5	573,7	365,7	-6,2	338,2	4 374,5	4 036,2
2014	10 108,1	9 732,5	5 627,8	2 131,3	1 984,7	1 008,1	596,2	375,3	-11,3	375,6	4 522,5	4 146,8
2014 Q4	2 549,6	2 444,7	1 417,6	535,6	501,2	252,2	152,7	94,9	-9,6	104,9	1 155,0	1 050,0
2015 Q1	2 571,9	2 460,4	1 420,1	539,3	508,4	256,0	154,5	96,7	-7,4	111,5	1 166,9	1 055,4
Q2	2 591,0	2 470,6	1 432,6	542,4	509,7	253,8	155,1	99,5	-14,2	120,5	1 194,8	1 074,4
Q3	2 606,8	2 487,7	1 437,6	546,5	510,9	253,6	154,7	101,2	-7,4	119,0	1 192,1	1 073,1
In % des BIP												
2014	100,0	96,3	55,7	21,1	19,7	10,0	5,9	3,7	-0,1	3,7	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2014 Q4	0,4	0,3	0,5	0,2	0,6	0,2	0,7	1,4	-	-	1,2	1,2
2015 Q1	0,5	0,7	0,5	0,5	1,5	1,3	1,9	1,4	-	-	1,3	1,9
Q2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,1	2,6	-	-	1,6	0,9
Q3	0,3	0,6	0,4	0,6	0,0	-0,2	-0,5	1,2	-	-	0,2	0,9
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2012	-0,9	-2,4	-1,2	-0,2	-3,3	-4,0	-4,7	2,0	-	-	2,6	-1,0
2013	-0,3	-0,7	-0,7	0,2	-2,6	-3,4	-2,2	-0,3	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,5	4,1	2,0	-	-	4,1	4,5
2014 Q4	0,9	1,0	1,2	1,0	0,9	-0,7	2,7	2,3	-	-	4,7	5,0
2015 Q1	1,3	1,3	1,6	1,3	2,0	0,1	4,8	2,6	-	-	5,2	5,8
Q2	1,6	1,3	1,7	1,3	2,6	0,6	4,4	5,0	-	-	5,8	5,5
Q3	1,6	1,7	1,7	1,6	2,2	0,5	2,2	6,8	-	-	4,4	4,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q4	0,4	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-	-
2015 Q1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
Q3	0,3	0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2012	-0,9	-2,4	-0,7	-0,1	-0,7	-1,8	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,5	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,2	0,9	0,3	0,0	0,0	-	-
2014 Q4	0,9	0,9	0,6	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	-	-
2015 Q1	1,3	1,3	0,9	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,0	-	-
Q2	1,6	1,2	1,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	-0,5	0,4	-	-
Q3	1,6	1,6	1,0	0,3	0,4	0,0	0,1	0,3	-0,1	-0,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunkturentwicklung

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 €)												
2012	8 842,1	148,8	1 730,7	468,8	1 667,2	411,4	442,1	1 013,6	928,2	1 718,5	312,8	993,1
2013	8 929,0	152,3	1 736,3	457,9	1 682,1	412,5	442,2	1 032,3	945,1	1 751,3	317,0	1 004,5
2014	9 074,4	146,9	1 756,5	461,0	1 711,8	417,6	455,6	1 051,6	967,7	1 782,2	323,6	1 033,7
2014 Q4	2 287,0	35,5	442,8	115,6	432,7	105,4	114,6	265,1	244,9	449,0	81,4	262,6
2015 Q1	2 311,9	36,1	449,7	117,3	438,0	106,0	115,9	266,2	247,9	452,6	82,1	260,0
Q2	2 324,4	36,2	452,5	116,7	440,6	107,3	115,1	268,4	251,0	453,9	82,8	266,6
Q3	2 338,1	35,9	453,4	117,2	444,4	107,7	115,1	270,4	253,5	457,0	83,4	268,6
In % der Wertschöpfung												
2014	100,0	1,6	19,4	5,1	18,9	4,6	5,0	11,6	10,7	19,6	3,6	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2014 Q4	0,3	-1,4	0,1	0,5	0,4	0,5	0,0	0,4	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 Q1	0,6	0,9	1,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,1	0,9	0,4	0,3	0,0
Q2	0,3	0,0	0,4	-0,4	0,2	0,8	0,2	0,3	0,9	0,0	0,5	1,2
Q3	0,3	0,7	0,0	-0,2	0,5	0,4	-0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2012	-0,7	-3,4	-1,0	-5,8	-0,6	2,2	-0,7	0,2	-0,5	0,0	-0,8	-2,6
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,5	-0,8	2,5	-2,1	1,1	0,1	0,4	-0,5	-1,2
2014	0,9	3,2	0,5	-0,6	1,3	1,9	-0,1	1,2	1,4	0,5	0,9	1,0
2014 Q4	0,8	-0,2	0,2	-1,0	1,4	1,8	0,5	1,2	1,8	0,4	1,0	2,2
2015 Q1	1,1	0,3	1,3	-0,7	1,5	1,6	1,1	1,2	2,3	0,6	0,9	2,2
Q2	1,5	0,4	1,8	0,4	1,7	2,3	1,2	1,1	2,7	0,7	1,3	2,7
Q3	1,4	0,2	1,5	0,5	1,8	2,1	0,3	1,4	2,7	0,9	1,3	2,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 Q1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2012	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2014 Q4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 Q1	1,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	4,0	18,187	11,4	5,2	14,631	10,1	3,555	23,6	9,754	11,2	8,433	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,231	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,922	12,1	1,5
2014	160,307	4,6	18,633	11,6	6,1	15,221	10,4	3,413	23,7	9,931	11,5	8,702	11,8	1,7
2014 Q4	160,956	4,6	18,428	11,5	6,1	15,115	10,3	3,313	23,2	9,799	11,3	8,628	11,6	1,8
2015 Q1	160,089	4,7	17,962	11,2	5,9	14,733	10,1	3,230	22,7	9,524	11,0	8,439	11,4	1,7
Q2	160,461	4,6	17,717	11,0	5,7	14,524	9,9	3,193	22,6	9,417	10,9	8,300	11,2	1,7
Q3	160,554	4,4	17,263	10,8	5,3	14,121	9,6	3,143	22,4	9,170	10,6	8,093	10,9	1,6
2015 Juni	-	-	17,667	11,0	-	14,473	9,9	3,194	22,6	9,386	10,9	8,281	11,2	-
Juli	-	-	17,370	10,8	-	14,250	9,7	3,120	22,3	9,232	10,7	8,138	11,0	-
Aug.	-	-	17,290	10,8	-	14,136	9,6	3,154	22,5	9,173	10,6	8,116	11,0	-
Sept.	-	-	17,130	10,7	-	13,976	9,5	3,154	22,4	9,104	10,5	8,026	10,8	-
Okt.	-	-	17,054	10,6	-	13,870	9,5	3,184	22,6	9,109	10,5	7,945	10,7	-
Nov.	-	-	16,924	10,5	-	13,757	9,4	3,167	22,5	9,041	10,4	7,883	10,6	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- einkang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt	Hauptgruppen							Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,2	0,3	2,2	0,0	3,8
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,9
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,6	1,1	2,3	1,1	3,4	2,3	9,0
Q2	1,3	1,7	0,9	2,7	0,9	-1,1	-0,6	5,5	2,5	1,3	3,5	2,7	6,9
Q3	1,7	2,0	0,8	2,5	2,6	-0,1	-0,5	2,1	3,1	2,2	3,8	3,2	9,4
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,4
2015 Juli	1,8	1,6	0,0	1,8	3,0	3,8	-0,3	3,2	3,5	2,3	4,2	3,2	9,9
Aug.	2,1	2,8	1,1	4,0	3,1	-2,3	-1,4	3,3	2,6	2,7	2,7	4,3	8,3
Sept.	1,4	1,8	1,3	1,9	1,8	-1,8	0,1	-0,1	3,2	1,6	4,7	2,2	9,8
Okt.	2,0	2,2	1,4	3,4	1,1	1,0	0,8	0,6	2,4	1,1	3,3	1,8	5,8
Nov.	1,1	1,6	2,1	1,2	1,2	-2,8	2,1	.	1,4	0,8	1,8	1,8	10,9
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	15,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2015 Juli	0,8	0,8	-0,4	1,7	1,2	2,0	0,4	-1,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,9
Aug.	-0,5	-0,1	0,4	-0,9	0,2	-3,7	0,5	-1,7	0,1	0,6	-0,2	1,7	-0,5
Sept.	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-1,6	1,5	-0,7	-1,9	-0,1	-0,6	0,0	-0,7	0,8
Okt.	0,8	0,6	0,0	1,3	0,9	1,6	0,6	1,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-1,0
Nov.	-0,7	-0,4	0,7	-1,9	-0,1	-4,3	0,8	.	-0,3	-0,1	-0,4	-0,7	2,5
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,0

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

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

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-3,0	31,0	1,7	134,4	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-1,8	31,9	3,1	131,9	2,3	-0,8	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	1,1	31,7	3,3	132,6	1,8	3,6	1,0
2014 Q4	12,7	95,7	0,9	1,9	0,9	2,7	1,1	31,7	3,3	132,6	1,7	1,4	1,0
2015 Q1	12,7	95,3	2,0	1,8	-0,5	3,7	1,4	31,9	3,6	134,7	2,5	2,2	1,4
Q2	12,8	95,0	2,2	1,9	-0,5	2,6	1,5	32,6	4,2	134,2	3,0	5,0	1,6
Q3	.	.	1,8	2,0	1,0	2,4	2,0	33,0	4,9	133,1	3,6	2,8	1,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 Q4	863,3	792,3	71,0	506,3	432,3	179,5	164,8	153,3	136,8	24,1	58,5	12,7	6,0
2015 Q1	876,7	796,8	79,9	512,8	437,5	184,3	169,4	154,1	130,4	25,5	59,5	8,7	7,5
Q2	896,6	817,1	79,5	525,4	444,8	188,0	171,8	156,8	141,6	26,4	58,9	9,6	37,3
Q3	886,8	810,3	76,5	516,2	434,1	189,6	174,0	156,0	144,0	25,0	58,2	9,6	3,9
2015 Juni	297,7	271,5	26,2	175,3	147,7	62,9	57,7	51,0	46,8	8,5	19,2	3,3	34,4
Juli	297,4	271,7	25,8	174,4	145,7	62,8	58,1	52,1	48,5	8,1	19,4	3,3	1,4
Aug.	293,6	270,5	23,1	170,2	144,9	63,4	58,0	51,2	48,2	8,8	19,4	3,4	1,0
Sept.	295,8	268,1	27,7	171,6	143,5	63,4	57,9	52,7	47,3	8,1	19,4	3,0	1,5
Okt.	297,3	271,7	25,6	172,5	144,5	63,8	58,6	52,2	48,7	8,7	19,9	4,5	1,9
Nov.	293,1	266,7	26,4	169,1	142,1	63,6	57,6	51,8	47,2	8,7	19,7	3,9	1,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2015 Nov.	3 539,8	3 227,6	312,2	2 065,6	1 747,1	749,5	687,7	622,3	556,9	102,3	235,9	42,1	55,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2015 Nov.	34,3	31,3	3,0	20,0	16,9	7,3	6,7	6,0	5,4	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾ (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q4	4,4	0,6	499,2	237,3	103,2	145,9	408,8	437,1	261,7	64,1	104,2	294,2	66,1
2015 Q1	5,6	1,9	509,3	241,7	105,3	149,5	422,0	447,8	260,1	70,2	109,7	315,1	55,4
Q2	8,2	4,2	513,4	242,4	105,3	153,5	428,5	453,3	265,4	70,3	110,8	317,2	60,0
Q3	4,3	0,8	506,7	234,6	104,5	153,7	421,9	445,3	254,5	69,7	112,9	316,2	50,9
2015 Juni	12,6	7,0	171,8	80,6	35,6	51,6	143,5	152,5	88,8	23,6	37,7	107,4	19,7
Juli	6,9	0,7	172,7	79,5	35,3	52,5	143,4	150,3	86,5	23,3	37,7	106,3	18,2
Aug.	5,5	2,7	166,3	77,6	34,3	50,7	137,8	147,1	83,9	23,0	37,6	103,8	17,0
Sept.	0,7	-0,8	167,8	77,4	34,8	50,5	140,7	148,0	84,1	23,3	37,6	106,1	15,7
Okt.	0,4	-0,7	168,1	79,6	34,9	50,8	142,5	148,2	84,3	24,5	37,3	107,0	15,5
Nov.	6,1	4,5	170,8	.	.	.	139,7	148,1	.	.	.	106,5	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q4	2,9	2,3	118,0	113,8	120,8	122,2	117,3	102,9	102,8	101,9	103,7	104,6	97,7
2015 Q1	2,6	5,2	119,0	115,3	120,7	123,3	118,9	106,6	106,6	106,9	105,9	108,6	105,9
Q2	2,9	2,7	117,1	113,6	118,9	121,6	118,0	104,1	104,2	103,4	104,7	107,0	99,5
Q3	1,1	3,1	116,6	111,6	117,8	122,5	116,6	105,8	105,6	104,8	106,5	107,3	99,3
2015 Mai	-2,7	-2,0	116,3	112,9	116,9	120,3	117,0	102,4	102,3	100,9	103,7	104,4	99,7
Juni	7,9	6,7	117,6	113,8	120,4	122,4	118,6	105,6	105,5	103,7	107,2	109,1	97,3
Juli	3,0	1,7	118,8	112,7	119,1	125,4	118,8	106,1	105,1	106,2	107,8	108,8	97,0
Aug.	2,0	5,4	114,9	111,0	115,5	121,4	113,8	105,1	105,3	103,4	105,6	105,0	100,5
Sept.	-1,7	2,5	116,3	111,2	118,8	120,9	117,2	106,3	106,5	104,7	105,9	108,1	100,3
Okt.	-1,7	3,4	117,0	.	.	.	118,7	107,1	.	.	.	109,6	99,6

Quellen: EZB und Eurostat.

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

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)							Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2005 =100	Insgesamt				Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Nahrungsmittel und Energie	Waren	Dienstleistungen										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2015)	100,0	100,00	69,7	56,5	43,5	100,00	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
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	
2015	117,8	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9	
2015 Q1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2	
Q2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
Q3	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
Q4	118,0	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,2	0,8	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6	
2015 Juli	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9	
Aug.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9	
Sept.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7	
Okt.	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,6	
Nov.	118,0	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	
Dez.	118,0	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,3	0,0	-0,9	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,6	

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ¹⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ¹⁾
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,6	-0,1
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,1
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1
2014 Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,8	2,4
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	2,5
Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,1	3,2
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,2	-8,3	0,2	1,5	.
2015 Juni	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
Juli	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-
Aug.	103,8	-2,7	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-
Sept.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,6	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-
Okt.	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,8	-	-	-
Nov.	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,4	-	-	-

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insgesamt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewicht ²⁾			Nach Verwendung gewicht ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,9	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2015	.	.	.	.	.	.	.	.	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,9	-5,6
2015 Q1	105,3	1,0	0,0	-0,1	0,5	0,5	-0,1	-2,5	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	105,7	1,3	0,4	0,4	0,8	0,8	0,9	-1,2	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
Q3	106,0	1,3	0,4	0,3	0,6	0,6	0,0	-2,2	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	40,7	-9,2	3,9	-16,2	-9,5	-3,2	-14,8
2015 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	6,1	-15,6	-8,7	-1,8	-14,7
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,2	1,9	-18,5	-12,7	-8,3	-16,5

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

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

2) 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 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,1	57,7	56,7	-	49,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,6	1,4	2,7	-13,6	-1,0	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 Q1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
Q2	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
Q3	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
Q4	-2,0	1,9	4,0	-8,9	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2015 Juli	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
Aug.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Sept.	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Okt.	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Nov.	-0,7	2,4	4,3	-9,1	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,6
Dez.	-3,0	1,3	2,8	-7,2	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

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).

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte								Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	Bestände							
2012	864,1	4 233,3	5 097,4	1 798,6	2 099,6	3 898,2	8 995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9 786,0
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,7	656,3	10 325,0
2014 Q4	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,7	656,3	10 325,0
2015 Q1	993,5	5 155,4	6 148,9	1 529,1	2 150,0	3 679,0	9 827,9	125,8	437,5	96,6	659,9	10 487,8
Q2	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Q3	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
2015 Juni	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Juli	1 020,2	5 364,7	6 384,9	1 471,3	2 161,8	3 633,2	10 018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10 665,7
Aug.	1 025,0	5 383,8	6 408,8	1 460,3	2 164,0	3 624,3	10 033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10 662,1
Sept.	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
Okt.	1 029,9	5 487,5	6 517,5	1 438,3	2 164,4	3 602,7	10 120,2	106,8	473,1	77,3	657,1	10 777,3
Nov. ^(p)	1 037,4	5 543,3	6 580,8	1 448,0	2 162,7	3 610,7	10 191,5	91,4	484,2	82,7	658,4	10 849,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,7	24,6	375,0
2014 Q4	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 Q1	23,8	166,9	190,6	-56,8	1,6	-55,3	135,4	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,4
Q2	20,5	151,6	172,0	-47,7	11,0	-36,6	135,4	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,7
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,5	8,4	119,4
2015 Juni	7,6	45,8	53,4	-8,8	3,8	-4,9	48,5	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,6
Juli	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-11,9	17,7	73,3
Aug.	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
Sept.	3,2	42,7	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,6
Okt.	1,7	58,1	59,8	-12,1	-0,3	-12,4	47,4	8,2	15,5	4,9	28,6	76,0
Nov. ^(p)	7,5	47,4	54,9	7,3	-1,8	5,4	60,4	-15,8	11,3	5,5	0,9	61,3
Wachstumsraten												
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2014 Q4	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015 Q1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 Juni	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
Juli	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,6	2,8	5,2
Aug.	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	8,2	2,4	4,9
Sept.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
Okt.	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,0	7,1	3,1	5,3
Nov. ^(p)	8,0	11,8	11,2	-9,9	0,3	-4,1	5,3	-29,7	12,0	8,2	2,6	5,1

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2012	1 618,4	1 101,2	404,8	101,9	10,5	5 309,1	2 358,9	976,4	1 962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 814,9	1 318,7	365,8	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 Q4	1 814,9	1 318,7	365,8	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 Q1	1 848,1	1 381,7	340,2	111,4	14,9	5 598,2	2 839,3	762,8	1 992,3	3,8	948,1	225,7	340,2
Q2	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Q3	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 Juni	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Juli	1 889,2	1 438,2	325,1	113,4	12,6	5 664,6	2 942,4	722,4	1 996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
Aug.	1 889,1	1 441,8	325,2	114,0	8,2	5 674,5	2 959,9	714,7	1 996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
Sept.	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
Okt.	1 937,2	1 493,5	316,6	116,9	10,1	5 706,0	3 002,8	705,5	1 994,3	3,5	965,3	222,4	366,1
Nov. ^(p)	1 933,9	1 486,8	321,3	116,8	9,1	5 726,9	3 032,2	698,4	1 992,5	3,8	992,0	222,4	370,3
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 Q4	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,6	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 Q1	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,2	1,5	7,5
Q2	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,8	2,8	0,9
Q3	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 Juni	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,6	-0,8	-4,8
Juli	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
Aug.	2,6	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Sept.	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
Okt.	34,4	40,8	-8,0	1,6	0,0	10,0	15,0	-2,0	-3,4	0,5	-4,4	4,5	9,5
Nov. ^(p)	-8,0	-10,3	3,6	-0,2	-1,2	21,3	28,4	-5,5	-1,9	0,3	22,1	-2,4	4,1
Wachstumsraten													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 Q4	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 Q1	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
Q2	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Q3	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 Juni	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Juli	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
Aug.	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Sept.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
Okt.	7,0	12,9	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	11,0	-3,7	9,8
Nov. ^(p)	5,4	10,6	-11,1	1,8	-31,7	3,2	10,9	-14,5	0,1	-20,8	9,9	-4,7	10,5

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹⁾

(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					Schuldverschreibungen			
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾		An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2012	3 408,9	1 169,7	2 239,3	13 070,2	10 858,3	11 263,1	4 543,9	5 244,0	981,1	89,3	1 437,9	774,1	
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,5	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0	
2014	3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 921,3	4 278,4	5 200,4	903,1	128,9	1 276,9	774,7	
2014 Q4	3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 921,3	4 278,4	5 200,4	903,1	128,9	1 276,9	774,7	
2015 Q1	3 671,9	1 148,5	2 523,5	12 673,9	10 611,8	11 009,1	4 308,0	5 234,0	935,2	134,7	1 273,9	788,2	
Q2	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 636,2	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,7	789,4	
Q3	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3	
2015 Juni	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 636,2	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,7	789,4	
Juli	3 729,4	1 132,3	2 597,1	12 711,9	10 606,0	11 005,5	4 297,5	5 261,5	915,4	131,6	1 302,8	803,0	
Aug.	3 767,1	1 132,3	2 634,8	12 696,6	10 599,0	11 001,2	4 290,9	5 268,8	910,8	128,6	1 305,9	791,7	
Sept.	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3	
Okt.	3 835,5	1 119,8	2 715,8	12 694,3	10 606,1	11 002,3	4 290,2	5 301,1	890,5	124,3	1 296,4	791,8	
Nov. ^(p)	3 879,9	1 119,7	2 760,2	12 735,3	10 649,3	11 045,8	4 307,8	5 308,5	908,7	124,3	1 287,7	798,3	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7	
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,9	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,8	15,0	
2014	72,0	16,0	56,1	-104,3	-50,5	-32,4	-59,8	-15,2	12,8	11,7	-90,0	36,3	
2014 Q4	44,2	10,1	34,0	4,0	19,5	14,9	1,8	7,1	5,2	5,4	-33,8	18,3	
2015 Q1	40,6	16,5	24,1	33,9	45,2	31,5	8,0	19,2	12,7	5,3	-3,8	-7,5	
Q2	57,9	-10,7	68,6	0,8	8,0	1,9	-1,1	30,7	-22,6	1,0	-14,0	6,7	
Q3	112,1	-10,2	122,3	54,0	-8,6	-3,9	-5,7	23,9	-12,4	-14,4	64,2	-1,6	
2015 Juni	11,5	-5,5	17,0	-4,5	0,6	-9,0	-0,9	18,1	-11,0	-5,6	-7,6	2,5	
Juli	30,1	-4,0	34,1	69,5	14,2	20,2	5,3	4,1	8,8	-4,0	46,9	8,4	
Aug.	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7	
Sept.	35,0	-6,1	41,1	-30,1	-26,4	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3	
Okt.	10,1	-7,7	17,8	28,2	36,5	36,0	16,4	14,9	2,1	3,1	-16,3	8,1	
Nov. ^(p)	38,6	-0,2	38,8	18,4	35,6	31,7	12,8	7,9	15,1	-0,1	-20,8	3,6	
Wachstumsraten													
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,5	
2014 Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,5	
2015 Q1	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	3,2	
Q2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,1	17,8	-5,2	3,0	
Q3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	1,0	1,9	
2015 Juni	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,1	17,8	-5,2	3,0	
Juli	5,5	0,8	7,7	0,8	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-1,9	3,3	
Aug.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,3	3,3	
Sept.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	1,0	1,9	
Okt.	6,9	0,2	9,9	1,0	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,5	1,9	0,2	2,5	
Nov. ^(p)	7,8	-0,6	11,7	1,2	1,3	1,0	0,9	1,9	-0,2	-1,5	-0,5	3,4	

Quelle: EZB.

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

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euro-Währungsgebiet¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾				2	7				Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt^{4)}
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2012	4 543,9	4 604,6	1 128,1	795,6	2 620,2	5 244,0	5 579,9	602,1	3 825,1	816,8
2013	4 353,6	4 407,7	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 546,6	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 278,4	4 336,4	1 081,4	724,7	2 472,3	5 200,4	5 545,9	563,4	3 861,0	775,9
2014 Q4	4 278,4	4 336,4	1 081,4	724,7	2 472,3	5 200,4	5 545,9	563,4	3 861,0	775,9
2015 Q1	4 308,0	4 363,8	1 089,9	738,6	2 479,5	5 234,0	5 570,9	567,8	3 890,9	775,3
Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,7	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,6	582,4	3 925,8	768,5
2015 Juni	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,7	578,7	3 908,9	771,0
Juli	4 297,5	4 355,6	1 082,2	744,2	2 471,2	5 261,5	5 597,3	579,6	3 911,9	770,1
Aug.	4 290,9	4 349,9	1 083,7	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,9	581,6	3 917,2	770,0
Sept.	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,6	582,4	3 925,8	768,5
Okt.	4 290,2	4 350,6	1 062,5	755,8	2 471,9	5 301,1	5 629,3	594,7	3 940,0	766,4
Nov. ^(p)	4 307,8	4 365,7	1 077,5	755,3	2 475,0	5 308,5	5 637,7	596,6	3 943,7	768,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2012	-108,0	-74,0	6,1	-51,4	-62,7	25,5	7,7	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-59,8	-62,9	-13,5	2,6	-48,9	-15,2	6,1	-2,9	-3,4	-8,9
2014 Q4	1,8	-1,6	-4,9	7,3	-0,7	7,1	3,9	-1,7	10,8	-2,0
2015 Q1	8,0	5,3	-1,0	7,3	1,7	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
Q2	-1,1	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
Q3	-5,7	-0,4	-19,2	4,3	9,2	23,9	25,1	5,2	19,2	-0,5
2015 Juni	-0,9	-2,3	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,1	8,3	10,3	-0,5
Juli	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,4	3,3	-0,6
Aug.	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Sept.	-9,9	-9,3	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
Okt.	16,4	19,5	3,3	10,2	2,8	14,9	8,9	2,9	12,6	-0,6
Nov. ^(p)	12,8	9,3	16,1	-2,7	-0,6	7,9	8,7	2,5	3,1	2,2
Wachstumsraten										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q4	-1,4	-1,4	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
Q2	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Q3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 Juni	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Juli	0,2	0,1	-0,5	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
Aug.	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
Sept.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Okt.	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-0,4
Nov. ^(p)	0,9	0,9	0,0	3,5	0,5	1,9	1,4	3,5	2,1	-0,1

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet)¹⁾

(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 ²⁾	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 ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2012	305,7	7 577,2	2 394,1	105,9	2 681,7	2 395,5	1 019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 179,1	2 248,8	92,0	2 381,7	2 456,5	1 383,4	217,5	184,5	139,7
2014 Q4	264,6	7 179,1	2 248,8	92,0	2 381,7	2 456,5	1 383,4	217,5	184,5	139,7
2015 Q1	283,2	7 312,3	2 258,8	90,4	2 396,2	2 566,9	1 505,6	232,0	234,8	159,1
Q2	265,2	7 161,7	2 223,4	86,5	2 330,6	2 521,2	1 458,8	234,6	224,6	143,7
Q3	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
2015 Juni	265,2	7 161,7	2 223,4	86,5	2 330,6	2 521,2	1 458,8	234,6	224,6	143,7
Juli	253,6	7 152,1	2 229,5	85,6	2 316,5	2 520,4	1 395,1	235,1	202,4	137,4
Aug.	274,5	7 118,3	2 225,1	84,2	2 289,8	2 519,2	1 355,3	235,8	207,0	128,4
Sept.	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
Okt.	347,8	7 107,2	2 207,6	82,2	2 256,8	2 560,7	1 394,5	308,0	196,4	144,9
Nov. ^(p)	295,0	7 124,2	2 189,4	80,2	2 284,4	2 570,2	1 383,5	270,4	217,7	146,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-155,7	-122,7	1,8	-144,0	109,1	238,6	7,2	0,7	17,8
2014 Q4	10,3	-81,5	-28,9	1,0	-62,2	8,6	25,0	-3,8	20,9	18,0
2015 Q1	15,5	-36,1	-27,5	-2,6	-51,8	45,8	3,2	34,1	50,2	19,4
Q2	-18,0	-86,5	-34,7	-3,9	-51,1	3,3	-0,4	-55,0	-10,2	-15,4
Q3	22,0	-37,4	6,1	-3,1	-58,4	18,0	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 Juni	-7,2	-35,1	-15,2	-1,0	-10,5	-8,3	22,2	-40,9	1,6	3,1
Juli	-11,7	-4,8	9,8	-0,9	-20,1	6,5	-51,8	9,1	-22,2	-6,4
Aug.	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
Sept.	12,8	-18,3	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,4	8,8	6,6	12,4
Okt.	58,0	-35,0	-23,6	-1,3	-18,0	7,8	9,3	51,3	-17,2	4,1
Nov. ^(p)	-52,8	-10,8	-21,3	-2,0	-5,8	18,2	-15,9	-43,3	21,3	1,1
Wachstumsraten										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,1	-5,2	2,0	-5,7	4,6	-	-	0,4	14,6
2014 Q4	-2,2	-2,1	-5,2	2,0	-5,7	4,6	-	-	0,4	14,6
2015 Q1	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,7	-	-	32,5	36,3
Q2	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,8	4,3	-	-	31,0	20,7
Q3	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,0	3,1	-	-	30,5	15,7
2015 Juni	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,8	4,3	-	-	31,0	20,7
Juli	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
Aug.	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,4	3,6	-	-	20,3	9,8
Sept.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,0	3,1	-	-	30,5	15,7
Okt.	29,6	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,0	-	-	7,2	19,6
Nov. ^(p)	9,9	-3,3	-4,9	-11,5	-8,5	3,6	-	-	18,0	11,7

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.3 Verschuldung

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

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

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

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

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet 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 20. Januar 2016.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU Katalognummer: QB-BP-16-001-DE-N (Online-Version)