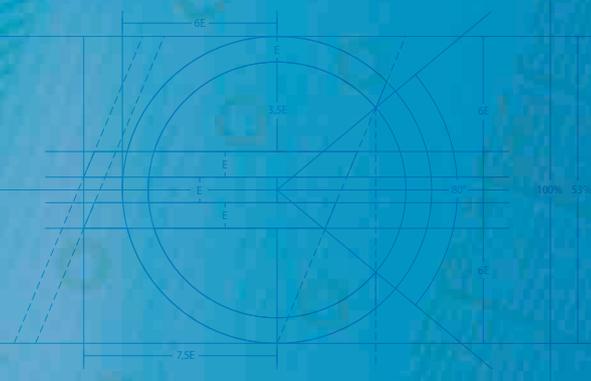




EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2015



© Europäische Zentralbank, 2015

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 2. Juni 2015.

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)

ISSN 2363-3409 (Online-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-004-DE-E (ePub-Version)

EU-Katalognummer: QB-BP-15-004-DE-N (Online-Version)



INHALT

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

Überblick	5
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Finanzielle Entwicklungen	13
3 Konjunktorentwicklung	17
4 Preise und Kosten	23
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	27
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	33

KÄSTEN

Kasten 1 Die zunehmende Bedeutung der indischen Wirtschaft	35
Kasten 2 Jüngste Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten	38
Kasten 3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 28. Januar bis zum 21. April 2015	43
Kasten 4 Jüngste Entwicklung der Leistungsbilanz in den Euro-Ländern mit erheblichem Defizit vor der Krise	47
Kasten 5 Überwachung des Durchwirkens der Wechselkursentwicklung auf die HVPI-Inflation	50
Kasten 6 Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet über Nichtbanken während der Krise	53
Kasten 7 Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015: Wie hoch werden die alterungsbedingten Kosten in Europa sein?	57
Kasten 8 Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik	62

AUFSÄTZE

Die Rolle der Zentralbankbilanz in der Geldpolitik	67
Überwachung des Euro-Währungsgebiets und seiner Mitgliedstaaten durch den IWF	87
Ölpreisprognosen	97

STATISTIK

SI

ABKÜRZUNGEN

LÄNDER

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

SONSTIGE

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

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

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

ÜBERBLICK

Der EZB-Rat behält seinen stabilen geldpolitischen Kurs bei und setzt sämtliche geldpolitische Beschlüsse konsequent um. Die Wertpapierkäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Umfang von monatlich 60 Mrd € sollen bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, 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. Bei seiner Einschätzung wird der EZB-Rat seiner geldpolitischen Strategie folgen und sich auf die Inflationstrends konzentrieren. Schwankungen der gemessenen Inflation, ob nach unten oder nach oben, werden hierbei außer Acht gelassen, wenn sie als vorübergehend beurteilt werden und davon auszugehen ist, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben.

Die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten verlaufen gut, und es sind positive Effekte erkennbar. Die geldpolitischen Maßnahmen haben zu einer breit basierten Lockerung der Finanzierungsbedingungen beigetragen, sodass diese sehr akkommodierend bleiben. Die Inflationserwartungen haben sich gegenüber den Mitte Januar verbuchten Tiefständen erholt, und die Kreditbedingungen der Unternehmen und privaten Haushalte haben sich weiter verbessert. Die Maßnahmen wirken nach und nach auf die Wirtschaft durch und werden zu einer weiteren Aufhellung der Konjunkturaussichten beitragen.

Vor dem Hintergrund eines äußerst niedrigen Zinsniveaus hat sich das Geldmengen- und Kreditwachstum weiter erholt. Die monetären Indikatoren haben sich erneut verbessert, und die Kreditdynamik hat sich – wenngleich sie noch verhalten ist – weiter belebt. Diese Entwicklung ist zum Teil eine Folge des erweiterten APP. Im April verlangsamte sich der Rückgang der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften abermals, während sich das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte leicht beschleunigte. Gestützt wurden diese Entwicklungen durch den deutlichen Rückgang der Bankkreditzinsen, der seit Sommer 2014 in weiten Teilen des Eurogebiets zu beobachten ist. Außerdem gibt es Anzeichen, dass sowohl das Angebot an als auch die Nachfrage nach Bankdarlehen zunehmen. Insgesamt bestätigt sich durch die jüngsten Entwicklungen, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB zur Wiederherstellung eines reibungslosen Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und zur Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken beitragen. So geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2015 hervor, dass weniger restriktive Kreditvergabebedingungen weiter zu einer fortschreitenden Erholung des Kreditwachstums beisteuern, insbesondere im Bereich der Unternehmenskredite. Im ersten Quartal 2015 leisteten auch ein verstärkter Wettbewerb unter den Banken und eine regere Nachfrage nach Unternehmenskrediten einen Beitrag zur Lockerung der Kreditrichtlinien. Die Ergebnisse der Umfrage der EZB über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) belegen darüber hinaus, dass die Verbesserung der Kreditkonditionen nicht nur großen Unternehmen zugute kommt, sondern auch kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs).

Die allmähliche Erholung der Wirtschaftstätigkeit und der Arbeitsmärkte im Eurogebiet wird durch eine Reihe von Faktoren gestützt. Das reale BIP des Eurogebiets erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2015 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (nach einer Zunahme um 0,3 % im letzten Quartal 2014). Den Daten zufolge hat die konjunkturelle Erholung an Breite gewonnen, was durch eine Reihe von Faktoren bedingt ist. So tragen die geldpolitischen Maßnahmen der EZB zu einer deutlichen Lockerung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen bei und erleichtern sowohl größeren Unternehmen als auch KMUs den Kreditzugang. Außerdem profitiert das Wirtschaftswachstum von den Fortschritten bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen. Darüber hinaus stärkt das niedrige Ölpreisniveau das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte



und die Ertragskraft der Unternehmen und stützt somit die privaten Konsumausgaben und die Investitionen, während der schwächere Euro den Exporten zugute kommt. Im Einklang mit der sich ausweitenden Konjunkturerholung hat sich auch die Arbeitsmarktlage im Euroraum etwas weiter aufgehellt, was in allmählich sinkenden Arbeitslosenzahlen zum Ausdruck kommt. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet insgesamt wie auch in zahlreichen Einzelländern nach wie vor hoch.

Die wirtschaftliche Erholung dürfte weiter an Breite gewinnen. Der private Konsum – bislang die wichtigste Triebfeder des Aufschwungs – dürfte auch in Zukunft von einem kräftigeren Lohnwachstum im Gefolge steigender Beschäftigungszahlen sowie von den positiven Effekten der gesunkenen Energiepreise auf die real verfügbaren Einkommen profitieren. Außerdem ist davon auszugehen, dass die Unternehmensinvestitionen im laufenden Jahr stärker zur wirtschaftlichen Erholung beitragen, weil sie durch eine regere in- und ausländische Nachfrage, die Notwendigkeit zur Modernisierung und Erneuerung eines veralteten Kapitalstocks, den akkommodierenden geldpolitischen Kurs sowie höhere Bruttobetriebsüberschüsse gestützt werden. Darüber hinaus dürfte das Exportwachstum von der erwarteten Beschleunigung der globalen Konjunkturerholung profitieren. Gebremst werden könnte die konjunkturelle Belebung im Euroraum indessen durch die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 zufolge wird das jährliche reale BIP 2015 um 1,5 %, 2016 um 1,9 % und 2017 um 2,0 % steigen. Damit bleiben die Vorhersagen für das reale BIP-Wachstum gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten der EZB vom März 2015 im Wesentlichen unverändert. Nach Einschätzung des EZB-Rats sind die Risiken für den Wirtschaftsausblick aufgrund der geldpolitischen Beschlüsse sowie der Ölpreis- und Wechselkursentwicklung inzwischen ausgewogener, wobei allerdings noch immer die Abwärtsrisiken überwiegen.

Die Gesamtinflation scheint Anfang des Jahres mit dem Nachlassen des dämpfenden Effekts der vergangenen Energiepreiserückgänge ihre Talsohle durchschritten zu haben. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Mai 2015 bei 0,3 %, verglichen mit 0,0 % im April und -0,6 % im Januar. Ausschlaggebend für diese Belebung war in erster Linie ein weniger negativer Beitrag der Energiekomponente. Dieser ergab sich vor allem aus der leichten Erholung der in US-Dollar notierten Ölpreise, die durch eine weitere Abwertung des Euro verstärkt wurde.

Die Inflation dürfte im Jahresverlauf anziehen und in den kommenden zwei Jahren weiter steigen. Gegen Ende des Jahres dürfte sich das Jahreswachstum der Energiekomponente aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Ölpreiserückgang von Ende 2014 beschleunigen. Auch der schwächere Wechselkurs des Euro wird preistreibend wirken. Außerdem ist mit einem stärkeren binnenwirtschaftlichen Preisdruck zu rechnen, weil sich die Produktionslücke schließen dürfte, was ein kräftigeres Lohnwachstum und höhere Gewinnmargen mit sich bringen wird.

Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2015 auf 0,3 %, 2016 auf 1,5 % und 2017 auf 1,8 % belaufen wird. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom März 2015 sind die Inflationsprojektionen für 2015 nach oben korrigiert worden, während sie für 2016 und 2017 unverändert bleiben.

Die Projektionen beruhen auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung der von der EZB beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen. Der EZB-Rat wird die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung weiterhin genau beobachten. Dabei wird er sein Augenmerk insbesondere auf die Transmission seiner geldpolitischen Maßnahmen und auf Veränderungen der geopolitischen Lage sowie die Wechselkurs- und Energiepreisentwicklung legen.

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und im Einklang mit seiner Forward Guidance beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 3. Juni 2015, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat ist von der Notwendigkeit überzeugt, einen stabilen geldpolitischen Kurs beizubehalten. Die vollständige Umsetzung aller geldpolitischen Maßnahmen wird für die erforderliche Unterstützung der Konjunktur im Euroraum sorgen und gewährleisten, dass die Inflationsraten auf mittlere Sicht dauerhaft auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehren.

I AUSSENWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

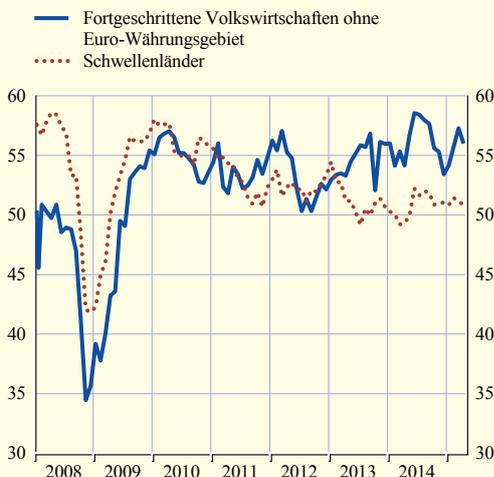
Die Weltwirtschaft wächst weiter, wobei die globale Erholung uneinheitlich verläuft. Es wird erwartet, dass der seit dem vergangenen Jahr beobachtete starke Rückgang der Ölpreise die Konjunktur weltweit stützen wird, wenngleich die Notierungen unlängst wieder angezogen haben. Auch die Finanzierungsbedingungen kommen der Weltwirtschaft nach wie vor zugute. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hellen sich die Aussichten auf, denn hier klingen die negativen Auswirkungen des Verschuldungsabbaus und der Haushaltskonsolidierung allmählich ab. In einigen Schwellenländern hat sich die Lage indes eingetrübt, und der Welthandel hat sich verlangsamt. Die globale Inflation ist angesichts des Ölpreisverfalls zurückgegangen, und die umfangreichen weltweiten Kapazitätsreserven dürften den Preisauftrieb im weiteren Verlauf begrenzen.

WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG UND WELTHANDEL

Die wirtschaftliche Dynamik ließ im ersten Quartal 2015 weltweit nach, da die konjunkturelle Erholung nach wie vor uneinheitlich verlief. In den Industrieländern schwächte sich die Wirtschaftsleistung ab, weil der aktuelle Aufschwung in Japan durch eine verhaltene Entwicklung in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich ausgeglichen wurde. In den Schwellenländern kam es zu einer noch stärkeren Abkühlung der Konjunktur. So belasteten in China die (insbesondere im Immobiliensektor) verringerten Investitionen das Wachstum. In Brasilien und Russland schlugen unterdessen die starke Unsicherheit, das nachlassende Vertrauen und die hohe Inflation negativ zu Buche. Für das schwache globale Wachstum zu Jahresbeginn waren unter anderem einige temporäre Faktoren verantwortlich. So beeinträchtigten ungünstige Wetterbedingungen und Streiks in den Häfen der Westküste die Wirtschaftstätigkeit in den Vereinigten Staaten. Die Umfrageindikatoren deuten aber zugleich auf eine Grundstabilität der Weltwirtschaft hin, die darauf schließen lässt, dass die jüngste Konjunkturschwäche wohl eher eine leichte Delle als einen fundamentalen Abschwung darstellt (siehe Abbildung 1).

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

(Diffusionsindex)



Quelle: Markit.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2015. Die Schwellenländer umfassen Brasilien, China, Indien und Russland; zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zählen Japan, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich.

Abbildung 2 Verbrauchervertrauen in den OECD-Ländern

(Index; langfristiger Durchschnitt = 100; um Ausschläge bereinigt)



Quelle: OECD.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2015.

Die Ölpreise liegen ungeachtet ihrer jüngsten Aufwärtsentwicklung weiterhin deutlich unter dem Höchststand vom Juni 2014.

Die Notierungen haben sich gegenüber ihrem Mitte Januar 2015 verzeichneten Tiefstand inzwischen erholt, was vor allem auf einen sich abzeichnenden Rückgang der Schieferölproduktion zurückzuführen ist, der sich in der geringeren Zahl von Förderanlagen widerspiegelt. Unterdessen belebt sich die weltweite Ölnachfrage in gewissem Umfang. Das globale Ölangebot und die weltweiten Ölvorräte liegen allerdings auf einem hohen Niveau, weil die OPEC weiterhin ihre Förderquoten überschreitet und der Ölmarkt noch immer von hoher Volatilität geprägt ist. Am Verlauf der Terminkurve lässt sich ablesen, dass die Marktteilnehmer für die kommenden Jahre einen langsamen Anstieg der Ölnotierungen einpreisen.

Die gesunkenen Ölpreise dürften die globale Nachfrage stimulieren. Während die rückläufigen Öleinnahmen die Aussichten der erdölexportierenden Länder beeinträchtigen, dürften die Importländer von den geringeren Preisen profitieren, da diese den realen Einkommen der privaten Haushalte zugute kommen. Insgesamt ist zu erwarten, dass die niedrigeren Ölpreise die weltweite Nachfrage beflügeln. Das Verbrauchervertrauen hat in den Industrieländern seit Mitte vergangenen Jahres zugenommen (siehe Abbildung 2).

Die Weltwirtschaft wird weiterhin durch die Finanzierungsbedingungen gestützt. Die Märkte gehen nach wie vor von einer nur sehr langsamen Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich aus. Die Bank von Japan hat sich unterdessen auf eine Fortsetzung der quantitativen Lockerung festgelegt. In China, Indien und mehreren anderen Schwellenländern haben disinflationäre Tendenzen zu einer geldpolitischen Lockerung geführt. Betrachtet man die großen Schwellenländer, so wurden lediglich in Brasilien die Leitzinsen angehoben, da der Rückgang des Wechselkurses den Preisauftrieb schürte. Die Beibehaltung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses trug erneut weltweit zu lockeren Finanzierungsbedingungen bei. Die Aktienmärkte behaupten sich nach wie vor überwiegend gut, und die Volatilität ist gering. Die Staatsanleiherenditen sind allerdings in den vergangenen Wochen wieder stark angestiegen, nachdem sie in den zurückliegenden Monaten gesunken waren. In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften hielten sie sich zwar in der Nähe ihres Ende 2014 verzeichneten Standes, doch hat diese drastische Korrektur einmal mehr das potenzielle mittelfristige Risiko eines erneuten ausgeprägten Anstiegs der Anleiherenditen von ihrem immer noch sehr niedrigen Niveau unterstrichen, was sich erheblich auf die Weltwirtschaft auswirken könnte.

Die Aussichten in den Industrieländern hellen sich auf, da die negativen Effekte, die die Konjunktur seit der Finanzkrise belasten, allmählich nachlassen. Der Verschuldungsabbau im privaten Sektor vollzog sich in den einzelnen Ländern zwar in unterschiedlichem Tempo, doch wurden inzwischen einige Fortschritte erzielt. Die Haushaltskonsolidierung in diesen Ländern dürfte sich im Vergleich zur Anfangsphase der Erholung ebenfalls verlangsamen. Die Arbeitsmarktlage verbessert sich weiter, wobei die Beschäftigung in einigen Ländern kräftig steigt, während die Arbeitslosenquote sinkt. Die Investitionstätigkeit schließlich wird sich durch die größere Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln, das höhere Gewinnwachstum und die nachlassende Unsicherheit auf mittlere Sicht ausweiten und an Stärke gewinnen.

Die Perspektiven führender Industrieländer beflügeln das Weltwirtschaftswachstum. So ist zu erwarten, dass das Wachstum in den Vereinigten Staaten nach der konjunkturellen Abkühlung des ersten Quartals im restlichen Jahresverlauf wieder anzieht. Der frühere Anstieg des effektiven Wechselkurses des US-Dollar wird zu einer Verlangsamung des Exportwachstums führen, und der Rückgang der Ölpreise wird sich negativ auf die Investitionen im Energiesektor auswirken. Den Erwartungen zufolge dürfte sich die konjunkturelle Entwicklung in den USA jedoch beschleunigen.

Zu verdanken ist dies den gestiegenen Ausgaben der privaten Haushalte, da die Verbilligung des Öls die Realeinkommen begünstigt, sowie den vorteilhaften Finanzierungsbedingungen und einer anhaltenden Belebung am Arbeits- und Wohnimmobilienmarkt. In Japan erholt sich die Wirtschaft nach dem konjunkturellen Einbruch infolge der Mehrwertsteueranhebung vom April 2014, und das Wachstum legte im ersten Quartal 2015 wieder kräftig zu. Mit Blick auf die nähere Zukunft ist davon auszugehen, dass sich die Konjunktur allmählich festigt, da die privaten Haushalte vom ölpreisbedingten Anstieg der Realeinkommen profitieren und das Exportgeschäft durch die frühere Abwertung des japanischen Yen gestützt wird. Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich schwächte sich im ersten Quartal 2015 ab, sollte im weiteren Verlauf jedoch wieder an Schwung gewinnen. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die sinkenden Energiepreise und das raschere Lohnwachstum dem privaten Konsum Auftrieb verleihen; zugleich sollten die Unternehmensinvestitionen wieder zunehmen, da die Nachfrage steigt und die Kreditbedingungen gelockert werden.

Der Ausblick einiger großer Schwellenländer hat sich demgegenüber eingetrübt. In China wirkten sich sowohl der Abschwung am Wohnimmobilienmarkt als auch die rückläufige Produktion in vielen Bereichen der Schwerindustrie im ersten Quartal des laufenden Jahres wachstumshemmend aus. Zwar sollte die Konjunktur durch den Ölpreisverfall und die jüngste Lockerung des geldpolitischen Kurses auf kurze Sicht gestützt werden, doch ist zu erwarten, dass sich das Expansionstempo längerfristig verlangsamt, da die politische Führung begonnen hat, finanzielle Anfälligkeiten und makroökonomische Ungleichgewichte zu beseitigen. Die Aussichten für Brasilien haben sich verschlechtert. Grund hierfür ist, dass die Konjunktur durch angebotsseitige Engpässe, binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte, hohe Inflationsraten, Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung sowie restriktivere Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt wird. In Bezug auf Russland wird damit gerechnet, dass das Land in diesem Jahr eine tiefe Rezession durchlaufen wird. Obgleich sich die Finanzierungsbedingungen seit März 2015 etwas verbessert haben, bleiben die Finanzierungskosten auf einem erhöhten Niveau. Es besteht hohe Unsicherheit, und das Unternehmerv Vertrauen ist schwach, während die geringeren Öleinnahmen zu drastischen Einschnitten bei den Staatsausgaben führen dürften.

Die Aussichten sind jedoch nicht in allen aufstrebenden Volkswirtschaften gedämpft; vor allem für Länder, die Netto-Ölimporteure sind, werden weiterhin recht stabile Wachstumsraten projiziert. So dürften den Erwartungen nach die mittel- und osteuropäischen Länder von der anziehenden Binnennachfrage und den sich aufhellenden Perspektiven im Euro-Währungsgebiet profitieren. Auch einige Schwellenländer Asiens sollten weiter kräftige Zuwachsraten verzeichnen, da die niedrigeren Ölpreise das real verfügbare Einkommen positiv beeinflussen, womit die Auswirkungen der schwächeren Konjunkturentwicklung in China zum Teil ausgeglichen werden. Wie in Kasten 1 dargelegt, haben die Fortschritte bei den Strukturreformen das Vertrauen in Indien beflügelt, sodass das Land den Projektionen zufolge in diesem Jahr zur wachstumsstärksten der großen Volkswirtschaften der Welt aufsteigen dürfte.

Die schwächere wirtschaftliche Aktivität in den Schwellenländern belastet das Wachstum des Welthandels. Aus den Daten zum internationalen Warenhandel lässt sich erkennen, dass die weltweiten Wareneinfuhren im ersten Jahresviertel 2015 volumenmäßig um 1,6 % gegenüber dem Vorquartal zurückgegangen sind. Wenngleich diese Entwicklung im Wesentlichen die sehr schwachen Einfuhren Chinas widerspiegelte, die teilweise durch die Volatilität rund um das chinesische Neujahrsfest begründet sein könnten, scheint die Grundtendenz doch auf eine geringere Dynamik des Welthandels hinzudeuten. Auch die Umfrageindikatoren lassen auf etwas schlechtere kurzfristige Aussichten für den globalen Handel schließen

(siehe Abbildung 3). Auf einen längeren Zeitraum gesehen dürfte sich der Welthandel in moderatem Tempo beleben. Dies ist Ausdruck der projizierten Zunahme der weltwirtschaftlichen Aktivität sowie der Erwartung, dass durch die konjunkturbedingte Erholung der Investitionen insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Handelsintensität des globalen Wachstums gesteigert wird. Zugleich wurde der internationale Handel in den vergangenen Jahren durch strukturelle Faktoren beeinflusst, da die Unternehmen die Komplexität und Länge ihrer Lieferketten reduziert haben. Dies bedeutet, dass die globalen Wertschöpfungsketten dem Wachstum des Welthandels nicht mehr in dem Maße Auftrieb verleihen, wie dies in der Vergangenheit der Fall war. Infolgedessen ist es unwahrscheinlich, dass der internationale Handel in den kommenden Jahren im selben Tempo wächst wie in früheren Jahrzehnten.

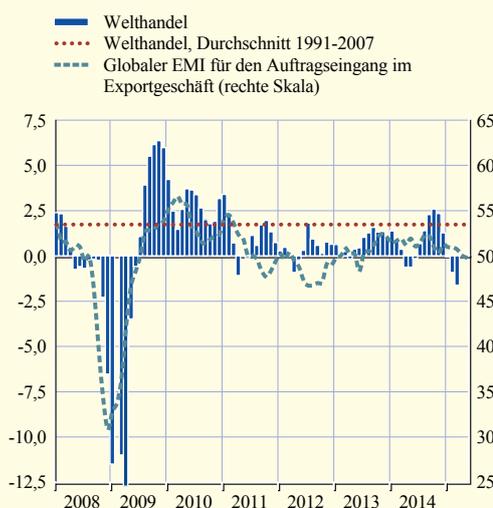
Insgesamt ist davon auszugehen, dass die weltweite Erholung auf kurze Sicht nicht so schwungvoll verläuft wie bisher erwartet.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 dürfte sich das jährliche Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) allmählich von 3,4 % im laufenden Jahr auf gut 4 % in den Jahren 2016 und 2017 beschleunigen. Der Zuwachs der Auslandsnachfrage des Euroraums sollte sich von 2,2 % im Jahr 2015 auf rund 5 % im Jahr 2017 erhöhen. Verglichen mit den Projektionen vom März wurden die Erwartungen für das Wachstum und die Auslandsnachfrage nach unten korrigiert. Hierin spiegeln sich der auf kurze Frist eingetrübte Wirtschaftsausblick mehrerer Länder und, mit Blick auf die weitere Zukunft, die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern wider.

Die Aussichten für den internationalen Handel und die weltwirtschaftliche Entwicklung sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet. Zwar könnten sich die niedrigeren Ölpreise stärker in den globalen Wachstumsperspektiven niederschlagen als in den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2015 unterstellt, doch gehen die Marktteilnehmer in den Vereinigten Staaten weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen langsamer steigen werden als in den jüngsten Projektionen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve angenommen. Eine raschere Normalisierung der Geldpolitik als derzeit von den Marktteilnehmern erwartet zieht möglicherweise eine Umkehr der Risikoneigung nach sich. In den Schwellenländern könnten die konjunkturellen und strukturellen Belastungen, die die Wirtschaft in den vergangenen Monaten bremsen, stärkere und langwierigere Auswirkungen haben als zum jetzigen Zeitpunkt angenommen. In China stellen das starke Kreditwachstum und der hohe Verschuldungsgrad Risiken für die Finanzstabilität dar. Auch die geopolitischen Risiken wirken sich nach wie vor negativ auf die Konjunkturaussichten aus; käme es zu einer neuerlichen Verschärfung der Spannungen zwischen Russland und der Ukraine, so würde dies das Wachstum der Weltwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen.

Abbildung 3 Volumen des internationalen Warenhandels

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



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

INTERNATIONALE PRESENTWICKLUNG

Weltweit hält sich die Inflation aufgrund des Rückgangs der Energiepreise auf einem niedrigen Niveau. Nachdem sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern seit Mitte letzten Jahres abgeschwächt hatte, blieb er auch zuletzt gedämpft und verringerte sich im April 2015 auf 0,4 %. Die jährliche Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie blieb indes stabiler, auch wenn sie im April leicht sank. Dies deutet darauf hin, dass ein breiter angelegter Deflationsdruck weiterhin nur in geringerem Maße vorhanden ist. Ein Blick auf die Länder außerhalb des OECD-Raums zeigt, dass die Teuerung in China und Indien nach wie vor schwach ausgeprägt war. Demgegenüber lag die Teuerung in Brasilien und Russland anhaltend auf erhöhtem Niveau, da die Abwertung der jeweiligen Landeswährung höhere Importpreise zur Folge hatte (siehe Abbildung 4).

Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte die globale Inflation nach und nach anziehen.

Es wird davon ausgegangen, dass die beobachteten Preisrückgänge bei den Rohstoffen dazu beitragen werden, die Teuerung weltweit auf kurze Sicht niedrig zu halten. Sobald diese verzögerten Effekte jedoch nachlassen, sollte die Inflation wieder zunehmen. Danach dürfte die projizierte Belebung der Weltwirtschaft zu einem Abbau der Kapazitätsreserven führen. Darüber hinaus impliziert der Verlauf der Terminkontraktkurve für Öl, dass die Rohölnotierungen in den kommenden Jahren allmählich ansteigen; Ähnliches ergibt sich auch aus den Preisen von Futures auf sonstige Rohstoffe.

Abbildung 4 Inflationsentwicklung in den OECD-Ländern und in ausgewählten Schwellenländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Statistiken und OECD.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2015.

2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

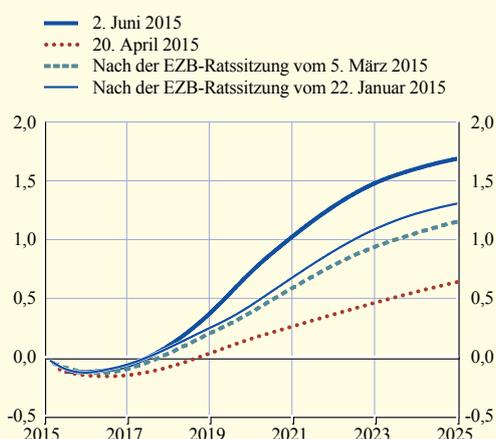
Nachdem die Renditen langfristiger AAA-Staatsanleihen gegen Mitte April einen historischen Tiefstand erreicht hatten, kehrten sie Anfang Juni auf das im Januar, also etwa zur Zeit der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), verzeichnete Niveau zurück. Im längerfristigen Vergleich sind die meisten Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet jedoch über alle Laufzeiten hinweg nach wie vor sehr niedrig. Die Entwicklung am Staatsanleihemarkt hat auch andere finanzielle Vermögenswerte maßgeblich beeinflusst. So zeichneten die Zinsen von Unternehmensanleihen die Renditen der Staatsanleihen nach, und die Dynamik an den Aktienmärkten spiegelte deutlich den Rückgang und anschließenden Wiederanstieg der Renditen von Staatstiteln der Euro-Länder wider. Der effektive Wechselkurs des Euro blieb in den letzten Monaten weitgehend stabil.

Nachdem die Renditen langfristiger AAA-Staatsanleihen gegen Mitte April einen historischen Tiefstand erreicht hatten, kehrten sie Anfang Juni auf das im Januar, also etwa zur Zeit der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, verzeichnete Niveau zurück. In der ersten Hälfte des Berichtszeitraums, d. h. von Anfang März bis Mitte April, gaben die Renditen im gesamten Eurogebiet erneut deutlich nach. Der zehnjährige EONIA-Terminzinssatz sank in dieser Zeit um rund 50 Basispunkte auf ein neues Rekordtief von 0,65 % (siehe Abbildung 5). In der zweiten Hälfte der Berichtsperiode, also von Mitte April bis Anfang Juni, wurde dieser Zinsrückgang dann wieder mehr als wettgemacht; insgesamt kletterte der Zehnjahres-EONIA-Terminzins auf rund 1,70 %. Da die Renditen im kurzen Laufzeitbereich durch den Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB in Höhe von -0,20 % verankert blieben, nahm die Zinsstrukturkurve einen deutlich steileren Verlauf. Eine recht ähnliche Entwicklung war bei den Renditen deutscher Staatsschuldtitel zu beobachten: Bis Mitte April fiel die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit auf nahezu null und jene von dreißigjährigen Anleihen auf rund 50 Basispunkte (siehe Abbildung 6). Bis Anfang Juni erholten sich beide wieder und erreichten ungefähr das Niveau, das im Januar zur Zeit der Ankündigung des erweiterten APP verzeichnet worden war.

Im längerfristigen Vergleich sind die meisten Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet jedoch nach wie vor über alle Laufzeiten hinweg sehr niedrig. Grund dafür ist die akkommodierende Geldpolitik der EZB, einschließlich des Programms zum Ankauf von

Abbildung 5 EONIA-Terminzinskurve

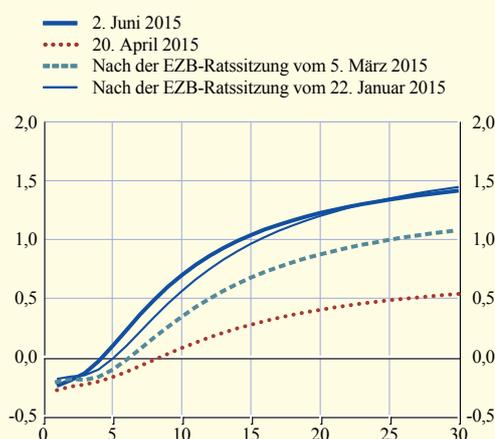
(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 6 Nullkupon-Zinsstrukturkurve für Deutschland

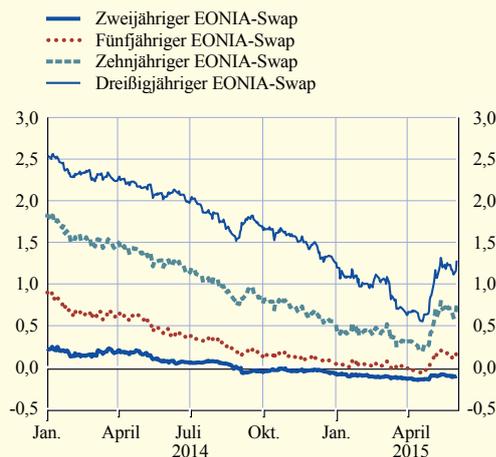
(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 7 EONIA-Swapsätze

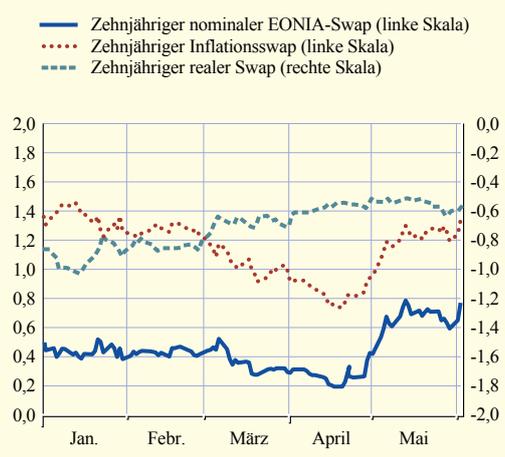
(in % p. a.)



Quelle: Bloomberg.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Juni 2015.

Abbildung 8 Zehnjährige reale und nominale Swapsätze sowie Inflationsswapsatz im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der zehnjährige reale Swap ist aus dem zehnjährigen EONIA-Swap und dem zehnjährigen Inflationsswap abgeleitet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Juni 2015.

Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP). Da das PSPP von den Märkten bereits lange vor seiner Ankündigung größtenteils erwartet worden war, fanden schon vor dem Beginn der Ankäufe beträchtliche Renditeanpassungen statt. So gaben die längerfristigen EONIA-Swapsätze von Ende August 2014 bis zur Programmankündigung im Januar 2015 um bis zu 50 Basispunkte nach (siehe Abbildung 7). Die Volatilität der Renditen im Euroraum nach dem Beginn der PSPP-Käufe war wohl auf eine Kombination verschiedener Ursachen zurückzuführen: Zum einen gab es in der ersten Hälfte des Berichtszeitraums mehrere unterwartet positive Wirtschaftsmeldungen im Eurogebiet, zum anderen spielten technische Faktoren wie etwa angebotsseitiger Druck und geringe Marktliquidität eine Rolle. Zudem befinden sich die Märkte in einem Lernprozess und passen sich allmählich an den umfangreichen Erwerb öffentlicher Anleihen durch das Eurosystem an. In der Zeit vom 9. März (also dem Beginn des PSPP) bis Ende Mai kaufte das Eurosystem Wertpapiere des öffentlichen Sektors mit einer Durchschnittslaufzeit von gut acht Jahren in Höhe von 147 Mrd € an.

Die jüngst zu beobachtende Volatilität der Renditen hing in erster Linie mit Schwankungen der Realzinsen zusammen. Eine Aufschlüsselung der Veränderungen des zehnjährigen EONIA-Swapsatzes zeigt, dass dessen Volatilität größtenteils durch Veränderungen des Realzinses bedingt war, während der Inflationsswapsatz relativ stabil blieb (siehe Abbildung 8). Einzelheiten zu den Inflationserwartungen finden sich in Abschnitt 4.

Die Renditeabstände zwischen Staatsanleihen von Euro-Ländern mit niedrigerer Bonitätseinstufung und deutschen Papieren weiteten sich im Berichtszeitraum aus. Grund hierfür war vor allem die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Zugang Griechenlands zu Finanzmitteln sowie eine erhöhte Emission von Staatsschuldtiteln mit längerer Laufzeit in einigen Ländern. Im Zehnjahresbereich weitete sich die Renditedifferenz im Fall Spaniens und Italiens um rund 40 Basispunkte und im Fall Portugals um etwa 60 Basispunkte aus. Längerfristig betrachtet ist jedoch seit Juli 2012, als die Unterschiede sehr groß waren, eine deutliche und relativ stetige Annäherung der Staatsanleiherenditen der Euro-Länder (mit Ausnahme Griechenlands) festzustellen.

In den meisten Ländern z deren Vermögenswerte, die im Rahmen des APP erworben wurden – gedeckte Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities (ABS) – die Entwicklung der höher bewerteten Staatsschuldtitel nach. In einigen Ländern wurden diese Instrumente jedoch von der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Zugang Griechenlands zu Finanzmitteln beeinflusst, was dazu führte, dass sich ihre Spreads geringfügig vergrößerten.

Die Entwicklung von Unternehmensanleihen und Aktien wurde weitgehend durch die Bewegungen an den Staatsanleihemärkten bestimmt. Die Renditen von Unternehmensanleihen finanzieller und nichtfinanzieller Emittenten gaben in der ersten Hälfte der Berichtsperiode nach und stiegen in zweiten an (siehe Abbildung 9), womit sie die Entwicklung an den Märkten für Staatsschuldtitel nachzeichneten. An den Börsen verlief es ähnlich: So zeigte sich der Aktienmarkt im Euro-Währungsgebiet zunächst robust, wobei der marktweite Euro STOXX bis Mitte April ein Plus von rund 7 % verbuchte. Diese starke Entwicklung fiel mit dem Rückgang der Staatsanleiherenditen im Euroraum zusammen, wodurch die erwarteten künftigen Finanzierungskosten zurückgingen und der Gegenwartswert der zu erwartenden künftigen Unternehmensgewinne zunahm. Als sich die Renditen von Staatsschuldtiteln dann wieder erhöhten, wurde der Großteil der Börsengewinne umgekehrt; somit legte der Euro STOXX über den gesamten Berichtszeitraum gesehen um weniger als 1 % zu. Zugleich blieb der Standard-&-Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten weitgehend unverändert. Längerfristig betrachtet sind die Aktienerträge in den USA jedoch höher ausgefallen als im Eurogebiet (siehe Kasten 2).

Die Aktien finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet entwickelten sich in der Beobachtungsperiode nahezu parallel. Seit Anfang 2014 weisen Papiere des nichtfinanziellen Sektors im Euroraum eine deutlich bessere Entwicklung auf als Aktien des Finanzsektors (siehe Abbildung 10), während beide Wertpapierarten in den USA gleich gute Ergebnisse erzielten.

Abbildung 9 Unternehmensanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)

- Finanzielle Unternehmen
- Nichtfinanzielle Unternehmen

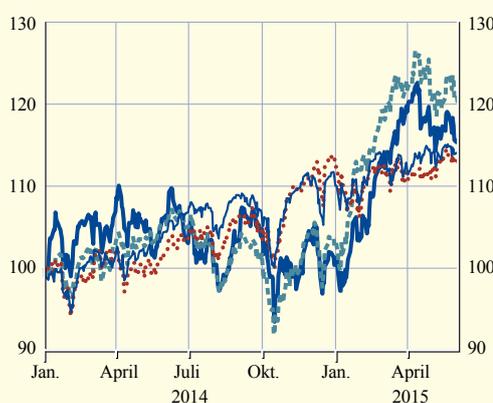


Quellen: iBoxx und EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Juni 2015.

Abbildung 10 Aktienindizes für finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen

(1. Januar 2014 = 100)

- Finanzielle Unternehmen im Euro-Währungsgebiet
- Finanzielle Unternehmen in den Vereinigten Staaten
- Nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Währungsgebiet
- Nichtfinanzielle Unternehmen in den Vereinigten Staaten



Quelle: Thomson Reuters.
Anmerkung: Auf der Grundlage von Datastream-Marktindizes. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Juni 2015.

Der EONIA gab angesichts der höheren Überschussliquidität allmählich nach.

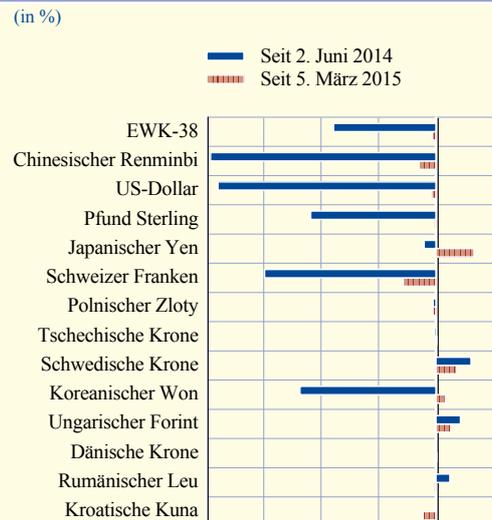
Die höhere Überschussliquidität, die sich aus den Ankäufen im Rahmen des APP und aus dem im März zugeteilten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG) ergab, führte zu einer schrittweisen Verringerung des EONIA, der von -0,06 % am 5. März auf -0,12 % am 2. Juni sank. Der starke Anstieg, den der EONIA üblicherweise zum Monatsende aufweist, war nicht so groß wie in der Vergangenheit, und der Monatsendwert war im April sogar erstmals negativ. So lag der Dreimonats-EURIBOR am 21. April zum ersten Mal im negativen Bereich und belief sich am 2. Juni auf -0,01 %. Einzelheiten zu den Liquiditätsbedingungen und den geldpolitischen Geschäften finden sich in Kasten 3.

Der effektive Wechselkurs des Euro blieb in den letzten Monaten weitgehend stabil

(siehe Abbildung 11). Von Anfang März bis Mitte April wertete die Gemeinschaftswährung

gegenüber anderen wichtigen Währungen überwiegend ab und wies eine etwas stärkere Volatilität auf als in den Vormonaten. Dies stand mit der sich verändernden Einschätzung hinsichtlich der Zinssichten für den Euroraum im Vergleich zu denen anderer großer Volkswirtschaften im Einklang. In der Folgezeit (bis Mitte Mai) verzeichnete der Euro sowohl in effektiver Rechnung als auch gegenüber dem US-Dollar deutliche Kursgewinne, als sich die Renditeabstände zwischen langfristigen Anleihen in den USA und im Euroraum verringerten, und machte dadurch einige Verluste wieder wett. In der zweiten Maihälfte schwächte sich die Gemeinschaftswährung jedoch erneut ab. Sie kehrte zu einem ähnlichen Stand zurück wie Anfang März und lag damit 8,9 % unter dem ein Jahr zuvor beobachteten Niveau. Was die bilateralen Wechselkurse anbelangt, so wertete der Euro von Anfang März bis zum 2. Juni in Relation zum US-Dollar um 0,4 % ab. Auch gegenüber dem Pfund Sterling, dem Schweizer Franken, dem russischen Rubel und dem chinesischen Renminbi verzeichnete er Kursverluste. In Relation zum japanischen Yen und zu den Währungen rohstoffexportierender Länder sowie vieler aufstrebender Volkswirtschaften wertete der Euro hingegen auf. Die dänische Krone wurde weiterhin in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses gehandelt.

Abbildung 11 Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



Quelle: EZB.
Anmerkung: Prozentuale Veränderung in Relation zum 2. Juni 2015. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet festigt sich allmählich weiter, und die Lage an den Arbeitsmärkten hellt sich auf. Eine Reihe von Faktoren haben sich in letzter Zeit überdies zunehmend positiv auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ausgewirkt. Die niedrigeren Ölpreise stärken das real verfügbare Einkommen und stützen damit den privaten Konsum. Die jüngste Abwertung des Euro gibt den Exporten Auftrieb. Das erweiterte Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten sollte zusätzlich zu einer Lockerung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen beitragen und den Zugang zu Krediten auch für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) verbessern. In den kommenden Quartalen dürfte die konjunkturelle Erholung – gestützt durch die Binnen- wie auch die Auslandsnachfrage – stärker selbsttragend werden und die Arbeitslosigkeit weiter sinken. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 zufolge wird das jährliche reale BIP im Jahr 2015 um 1,5 %, im Jahr 2016 um 1,9 % und im Jahr 2017 um 2,0 % steigen.

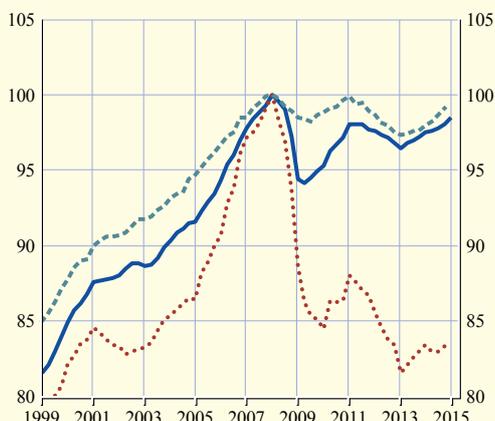
Die Binnennachfrage hat sich im ersten Quartal 2015 dynamischer entwickelt. Nach einem Anstieg von 0,3 % im Schlussquartal 2014 erhöhte sich das reale BIP im ersten Jahresviertel 2015 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 12). Zwar lag bei Redaktionsschluss dieses Wirtschaftsberichts noch keine Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten vor, doch lassen die verfügbaren Konjunkturindikatoren und Länderdaten darauf schließen, dass die stärksten Wachstumsimpulse auch im ersten Vierteljahr 2015 von der Binnennachfrage ausgingen. Der Außenbeitrag scheint hingegen aufgrund der relativ schwachen globalen Nachfrage insbesondere aus Schwellenländern leicht negativ ausgefallen zu sein.

Umfrageergebnisse deuten auf eine anhaltende Konjunkturerholung im zweiten Quartal 2015 hin. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie und der Indikator

Abbildung 12 Reales BIP, Investitionen und Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet

(Index: Q1 2008 = 100)

- Reales BIP
- Investitionen
- - - Private Konsumausgaben

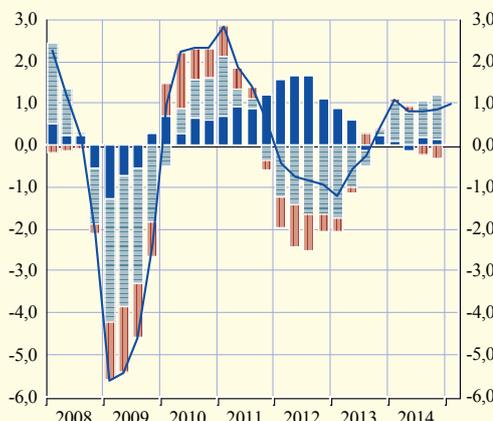


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 13 Beiträge zum Wachstum des realen BIP des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten)

- Außenbeitrag
- Vorratsveränderungen
- Inländische Verwendung
- Reales BIP



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Daten bis zum vierten Quartal 2014 weder saisonbereinigt noch arbeitstäglich bereinigt. BIP-Wachstum für das erste Quartal 2015 geschätzt auf Basis der saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Schnellschätzung.

der wirtschaftlichen Einschätzung erhöhten sich vom ersten Jahresviertel 2015 bis zu den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals. Zudem lagen beide Indikatoren im April und Mai im Schnitt über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnittswert.

Die wirtschaftliche Erholung verläuft weiter dynamisch und hat seit Jahresbeginn 2015 länderübergreifend an Breite gewonnen. Erstens hat der relativ niedrige Ölpreis zu einem deutlichen Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte beigetragen. Zweitens wird die inländische Nachfrage auch weiterhin von dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs und der daraus resultierenden anhaltenden Verbesserung der Finanzierungsbedingungen sowie von den günstigeren Kreditangebotsbedingungen profitieren, wie sie in der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zum Ausdruck kommen, der zufolge sowohl die Kreditrichtlinien als auch die Vergabebedingungen per saldo gelockert wurden. Drittens dürfte die Konjunktur im Eurogebiet zunehmend von der allmählich steigenden Auslandsnachfrage und der Euro-Abwertung getragen werden. Hinzu kommt, dass sich Faktoren wie etwa Bilanzsanierungen im privaten und öffentlichen Sektor, die zu dem über viele Jahre hinweg sehr geringen Wachstum des realen BIP beigetragen haben, allmählich umkehren und einen weniger negativen Einfluss auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ausüben. Ferner ist davon auszugehen, dass der Anpassungsprozess an den Wohnimmobilienmärkten in vielen Ländern nunmehr abgeschlossen ist, wie aus der Trendwende bei den Immobilienpreisen ersichtlich wird. Darüber hinaus dürfte die im ersten Quartal dieses Jahres verzeichnete Beschleunigung des BIP-Wachstums euroraumweit auf breiter Basis stattgefunden haben.

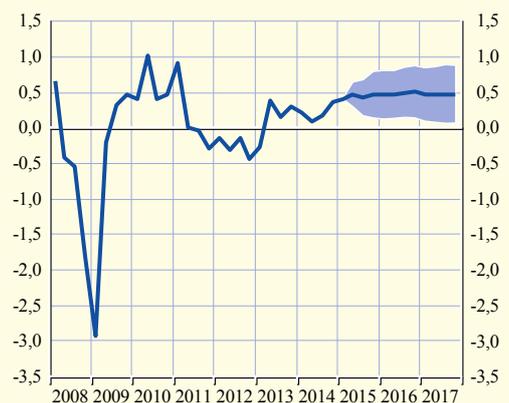
Die Einschätzung einer anhaltenden wirtschaftlichen Belebung spiegelt sich auch in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 wider.¹

In den kommenden drei Jahren wird die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet den Projektionen zufolge allmählich an Breite gewinnen. Positive Wachstumsimpulse dürften dabei sowohl von der Binnen- als auch von der Auslandsnachfrage ausgehen. Auf kurze bis mittlere Sicht sollten die geldpolitischen Maßnahmen der EZB die Wirtschaftstätigkeit über eine Vielzahl von Kanälen stützen. Gemäß den Projektionen der Experten des Eurosystems wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum im laufenden Jahr auf 1,5 %, im Folgejahr auf 1,9 % und im Jahr 2017 auf 2,0 % belaufen (siehe Abbildung 14).

Der private Konsum bleibt die wichtigste Triebfeder des Wachstums und hat zu Jahresbeginn 2015 weiter an Schwung gewonnen. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben, das schon in den vergangenen Quartalen der

Abbildung 14 Reales BIP des Euro-Währungsgebiets (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



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

Anmerkung: Arbeitstäglich bereinigte Daten. Die dargestellten, den zentralen Projektionspfad umgebenden Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt.

¹ Siehe den Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015“, veröffentlicht am 3. Juni 2015 auf der Website der EZB.

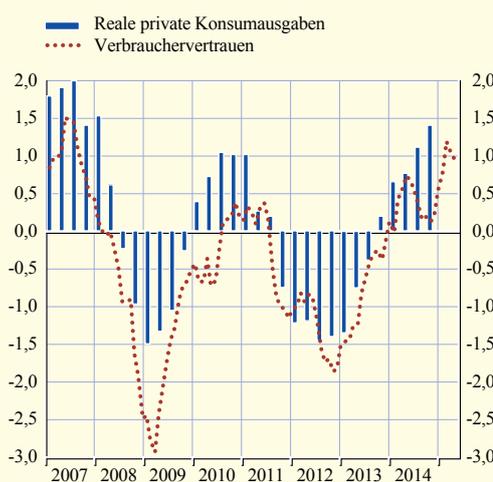
Hauptmotor der wirtschaftlichen Erholung war, dürfte sich im ersten Jahresviertel 2015 noch beschleunigt haben, was vor allem dem stärkeren Anstieg des real verfügbaren Einkommens infolge der niedrigeren Energiepreise, des Beschäftigungswachstums und der geringeren Haushaltskonsolidierung zuzuschreiben ist. Nach einem vierteljährlichen Zuwachs von 0,4 % im Schlussquartal 2014 deuten die Konjunkturindikatoren für das erste Jahresviertel 2015 auf eine weitere relativ kräftige Zunahme des privaten Verbrauchs hin. So erhöhte sich der zusammengefasste Indikator der Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen im Euroraum im ersten Vierteljahr um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal; im April wies er eine ähnliche Zuwachsrate auf. Umfrageergebnisse lassen auch für das zweite Quartal dieses Jahres auf eine anhaltend robuste Entwicklung der privaten Konsumausgaben schließen. So verbesserte sich beispielsweise der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für das Verbrauchervertrauen im Euroraum, der recht gute Hinweise auf die trendmäßige Konsumententwicklung liefert, im ersten Jahresviertel deutlich. Im April und Mai war der Vertrauensindikator zwar leicht rückläufig, er liegt aber nach wie vor auf Vorkrisenniveau und weit über seinem langfristigen Durchschnitt (siehe Abbildung 15).

Was die Zukunft betrifft, so wird das Wachstum der privaten Konsumausgaben voraussichtlich ein wesentlicher Faktor für die konjunkturelle Erholung bleiben. Auf kurze Sicht sollten die privaten Konsumausgaben von den günstigen Wachstumsaussichten für das real verfügbare Einkommen profitieren, wenngleich die Dynamik durch die partielle Umkehr des Abwärtstrends bei den Energiepreisen etwas gedämpft werden dürfte. In der Folgezeit ist vor dem Hintergrund des stabilen Beschäftigungswachstums und der stärkeren Zunahme des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer mit einem Anstieg des Lohneinkommens zu rechnen.

Die Investitionsausgaben sind in den letzten Quartalen leicht gestiegen. Nach dem Investitionsrückgang Mitte 2014, der auf eine schleppende Nachfrage, den Fremdkapitalabbau im Unternehmenssektor sowie die politische und wirtschaftliche Unsicherheit zurückzuführen war, verzeichneten die Bruttoanlageinvestitionen des Euro-Währungsgebiets im vierten Quartal 2014 einen geringfügigen Zuwachs infolge höherer Bauinvestitionen, wohingegen die Investitionen außerhalb des Baugewerbes unverändert blieben. Im ersten Vierteljahr 2015 dürften sich die Investitionen insgesamt im Euroraum gegenüber dem Vorquartal etwas erhöht haben, da die Investitionsgüterproduktion ausgeweitet wurde, die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe spürbar zunahm und das Vertrauen im Investitionsgütersektor weiter anstieg. Was die Investitionen im Baugewerbe betrifft, so deuten das (verglichen mit dem vierten Quartal zwar nur geringe) Wachstum der Bauproduktion und die anhaltende Verbesserung der Vertrauensindikatoren auf einen moderaten Investitionszuwachs im ersten Jahresviertel 2015 hin.

Abbildung 15 Private Konsumausgaben und Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; mittelwertbereinigt)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

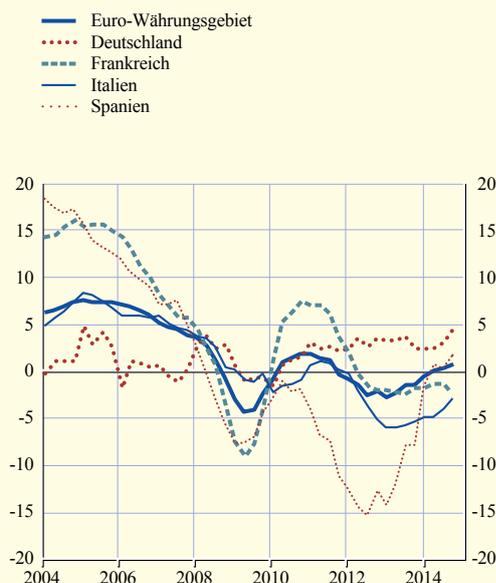
Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen dürfte schrittweise anziehen. Trotz des im April und Mai verzeichneten leichten Rückgangs des EMI für den Investitionsgütersektor sollten sich die Unternehmensinvestitionen im Einklang mit historischen Verlaufsmustern zunehmend als stärkere Triebfeder der Erholung im Euro-Währungsgebiet erweisen. Der allmähliche Anstieg der Unternehmensinvestitionen wird durch eine höhere Binnen- und Auslandsnachfrage, die Notwendigkeit der Modernisierung und Erneuerung eines veralteten Kapitalstocks und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs gestützt, der durch die Sondermaßnahmen und hier vor allem das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) noch erheblich verstärkt wird.

Bei den Bauinvestitionen ist ab 2015 eine moderate Erholung zu erwarten. Nach einer längeren Schwächephase werden die Bauinvestitionen ab 2015 wieder zunehmen und werden dabei von den in den meisten Ländern sehr niedrigen Hypothekenzinsen, den gelockerten Finanzierungsbedingungen und dem kräftigeren Anstieg des verfügbaren Einkommens getragen. Der an der Trendwende bei den Preisen für Wohnimmobilien (siehe Abbildung 16) erkennbare fortgesetzte Anpassungsprozess am Wohnimmobilienmarkt einiger Länder wird sich im Zeitverlauf auch positiv auf die Wohnungsbauinvestitionen auswirken.

Schätzungen zufolge sind die Exporte Anfang 2015 nur leicht gestiegen, was auf die hinter den Erwartungen zurückbleibende weltweite Nachfrage zurückzuführen war. Zwar erhöhten sich die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets im vierten Quartal 2014 im Vergleich zum Vorquartal um 0,8 %, doch war Anfang 2015 eine Abschwächung zu beobachten.

Abbildung 16 Preise für Wohnimmobilien

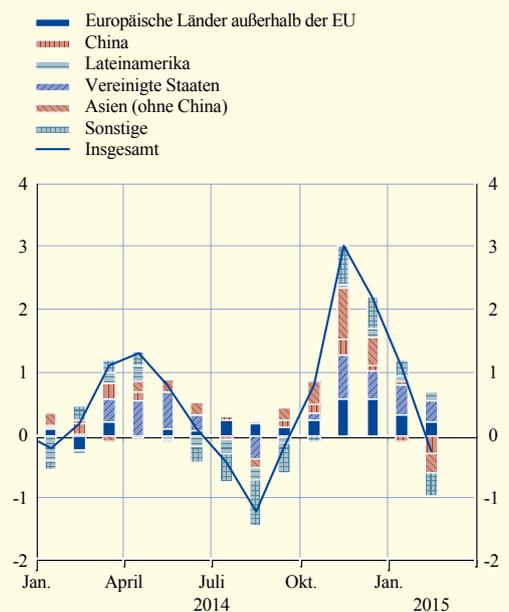
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 17 Volumen der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets und wichtigste Handelspartner

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; Beiträge in Prozentpunkten)

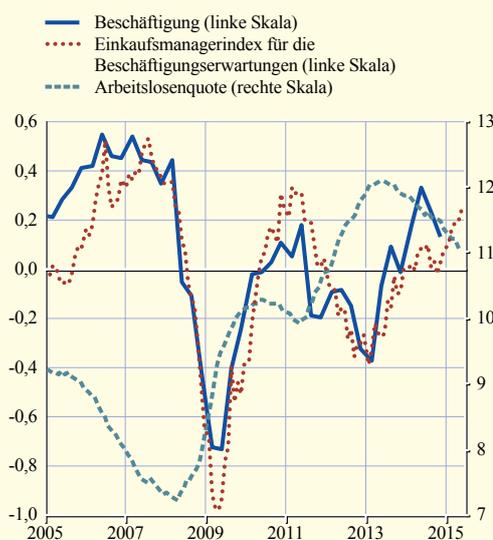


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben für das erste Quartal 2015 beziehen sich nur auf Januar und Februar.

Während die Exporte in die Vereinigten Staaten und nach Lateinamerika in den ersten Monaten des laufenden Jahres weiter anzogen, entwickelten sich die Ausfuhren nach China und in andere asiatische Länder verhalten (siehe Abbildung 17). Die vorliegenden Umfrageindikatoren lassen auf eine Erholung der Exporte des Eurogebiets im zweiten Quartal des laufenden Jahres schließen. Gestützt durch eine allmählich anziehende weltweite Nachfrage und die verzögerten Auswirkungen des gesunkenen effektiven Euro-Wechselkurses dürfte sich diese Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2015 und darüber hinaus fortsetzen. Den Projektionen zufolge wird sich die Erholung jedoch – bedingt durch eine insgesamt eher gedämpfte globale Wirtschaftstätigkeit und eine geringere Welthandelselastizität gegenüber dem globalen Wirtschaftswachstum – mit deutlich geringeren Zuwachsraten vollziehen, als sie vor der Krise verzeichnet worden waren. Die Einfuhren des Eurogebiets werden im zweiten Quartal 2015 voraussichtlich weiter zunehmen und sich mittelfristig im Einklang mit der Erholung der Binnennachfrage noch erhöhen. Infolgedessen dürfte der Außenhandel im Projektionszeitraum einen geringfügig positiven Beitrag zum Wachstum des realen BIP leisten. In Kasten 4 wird die Entwicklung der Leistungsbilanz in den Euro-Ländern beleuchtet, die vor der Krise hohe Defizite verzeichnet hatten.

Abbildung 18 Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt.

Die Erholung im Euroraum dürfte sich vor dem Hintergrund eines in den Jahren 2015 bis 2017 weitgehend neutralen finanzpolitischen Kurses vollziehen. Den Erwartungen zufolge wird der finanzpolitische Kurs, gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos nach Abzug der Staatshilfen für den Finanzsektor, über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend neutral sein. Die restriktive Ausrichtung der Finanzpolitik war in den Vorjahren im Wesentlichen durch das anhaltend moderate Wachstum der öffentlichen Ausgaben in Relation zum Trendwachstum des nominalen BIP bedingt. Zwar wird sich dieser Trend fortsetzen, doch wird er im Zeitraum von 2015 bis 2017 durch Senkungen der direkten Steuern und der Sozialbeiträge weitgehend ausgeglichen. Die positive Wirkung automatischer fiskalischer Stabilisatoren auf die Binnennachfrage wird im Zuge der Konjunkturerholung allmählich nachlassen.

Die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets hellt sich weiter allmählich auf. Die Beschäftigtenzahl (siehe Abbildung 18) erhöhte sich im letzten Jahresviertel 2014 geringfügig um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (darüber hinausgehende Angaben liegen noch nicht vor). Die sektorale Aufgliederung zeigt, dass das Beschäftigungswachstum vom Dienstleistungssektor getragen wurde (vor allem von den freiberuflichen und den nicht marktbestimmten Dienstleistungen). Unterdessen ging die Beschäftigung im Bereich der „Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen“ das elfte Quartal in Folge zurück. In der Industrie (ohne Baugewerbe) nahm sie nur moderat zu, während im Baugewerbe nach einem vorübergehenden Anstieg im dritten Vierteljahr ein deutlicher Rückgang verzeichnet wurde. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden erhöhte

sich im letzten Jahresviertel 2014 erneut, und dies stärker als in den vorangegangenen Quartalen. Umfrageergebnisse deuten auf eine anhaltend positive Beschäftigungsentwicklung in der ersten Jahreshälfte 2015 hin. Auch die zukunftsgerichteten Indikatoren lassen auf eine weitere leichte Verbesserung der Arbeitsmarktlage schließen.

Ausgehend von einem erhöhten Niveau ist die Arbeitslosigkeit Anfang 2015 sukzessive weiter gesunken. Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet verringerte sich von 11,4 % im letzten Jahresviertel 2014 auf 11,2 % im ersten Quartal 2015. Im April 2015 fiel sie erneut und erreichte mit 11,1 % ihren niedrigsten Stand seit März 2012, wobei sie aber noch immer knapp 4 Prozentpunkte über ihrem Tiefstand von vor der Krise liegt. Der anhaltende Rückgang der Arbeitslosenquote ist in allen Gruppen, bei Männern und Frauen sowie in den meisten Euro-Ländern zu beobachten, wenngleich noch erhebliche Unterschiede in den einzelnen Altersgruppen und Ländern bestehen.

Die Arbeitsmärkte des Eurogebiets dürften sich auf kurze bis mittlere Sicht weiter positiv entwickeln. Mit Blick auf die kommenden Quartale wird erwartet, dass sich das Beschäftigungswachstum vor dem Hintergrund der anziehenden Konjunktur leicht beschleunigt. Infolgedessen sollte die Arbeitslosenquote im Zuge der sich ausweitenden Erholung weiter sinken.

Einige Faktoren stehen jedoch nach wie vor einer stärkeren Konjunkturbelebung entgegen. Die Verschuldung des öffentlichen Sektors ist zwar langsamer, aber weiter gestiegen und wird in einigen Ländern voraussichtlich auch auf einem hohen Niveau bleiben. Die Arbeitsmarktentwicklung wird trotz der allgemeinen Besserung noch immer von einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit überschattet, vor allem in einigen der am stärksten von der Krise betroffenen Ländern. Beide Faktoren dürften dazu beitragen, dass der Aufwärtsdruck auf das Vorsichtssparen der privaten Haushalte bestehen bleibt. In mehreren Ländern beeinträchtigt die zögerliche Umsetzung von Strukturreformen nach wie vor das Wachstum. Darüber hinaus könnten sich die relativ trüben Aussichten für das Potenzialwachstum, die anhaltende Unsicherheit in Bezug auf Griechenland und die geopolitischen Spannungen außerhalb des Eurogebiets auch künftig negativ auf die Investitionsausgaben auswirken.

Die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Euro-Währungsgebiet sind weiterhin nach unten gerichtet, infolge der geldpolitischen Beschlüsse der EZB sowie der Ölpreis- und Wechselkursentwicklung aber inzwischen ausgewogener. Abwärtsrisiken erwachsen aus einer weiteren Zunahme der geopolitischen Spannungen, einer deutlicheren Konjunkturabschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie daraus, dass die Wirkung der GLRGs und des erweiterten APP ungünstiger ausfällt als angenommen. Zudem könnten eine unerwartet rasche Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten mit den damit verbundenen negativen Ansteckungseffekten auf einige Schwellenländer und eine über den Annahmen liegende Erholung der Ölpreise Risiken für das Wachstum des realen BIP bergen. Diese Abwärtsrisiken werden nur zum Teil durch Aufwärtsrisiken ausgeglichen, die sich aus unvermutet starken Auswirkungen von Strukturreformen und der EU-Investitionsoffensive ergeben.

4 PREISE UND KOSTEN

Die Gesamtinflation hat mit der Abschwächung des von der Energiepreisentwicklung ausgehenden Abwärtsdrucks Anfang 2015 ihre Talsohle durchschritten. In den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 wird erwartet, dass die Inflation 2015 im Schnitt bei 0,3 % liegen, sich 2016 aber deutlich auf 1,5 % erhöhen und im Folgejahr 1,8 % betragen wird. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte von 0,8 % im Jahr 2015 auf 1,4 % im Jahr 2016 und 1,7 % im Jahr 2017 steigen. Der EZB-Rat wird die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung genau beobachten, vor allem im Hinblick auf die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen und Veränderungen der geopolitischen Lage sowie die Entwicklung des Wechselkurses und der Energiepreise.

Die Gesamtinflation im Euro-Währungsgebiet folgt seit einigen Monaten einem Aufwärtspfad. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate im Mai 2015 mit 0,3 % im positiven Bereich nach 0,0 % im April und einem Tiefstand von -0,6 % im Januar (siehe Abbildung 19 und 22). Zwar lässt sich diese Aufwärtsbewegung seit Januar größtenteils durch eine weniger negative Jahresänderungsrate der Energiepreise erklären, die ihrerseits auf die sich erholenden (in Euro gerechneten) Ölpreise zurückzuführen ist, aber der Anstieg von April bis Mai spiegelt wachsende Vorjahrsraten aller wichtigen HVPI-Komponenten wider.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für das Eurogebiet erhöhte sich von 0,6 % im April 2015 auf 0,9 % im Mai. Der im Mai verzeichnete Anstieg war auf einen stärkeren Preisauftrieb sowohl bei den Dienstleistungen als auch den Industrieerzeugnissen (ohne Energie) zurückzuführen, wobei Letztere sich den dritten Monat in Folge verteuert haben. Diese Kerninflationmessgröße liegt seit Ende 2013 im Bereich von 0,6 % bis 1,0 %. Globale Faktoren, wozu auch die Effekte der Euro-Aufwertung bis Mai 2014 und die indirekten Auswirkungen der rückläufigen Preise für Öl und sonstige Rohstoffe bis Anfang 2015 zählen, üben nach wie vor einen Abwärtsdruck auf die HVPI-Kerninflation aus. Sobald diese verzögerten Effekte nachlassen, wird das Durchwirken des sinkenden Euro-Wechselkurses auf die Verbraucherpreise ohne Energie stärker sichtbar werden. Binnenwirtschaftlich gesehen tragen auch die anhaltende Schwäche der Verbrauchernachfrage und der Preissetzungsmacht der Unternehmen sowie die in einigen Euro-Ländern zu beobachtenden Anpassungsprozesse zum niedrigen Niveau der Kerninflation bei.

Die Auswirkungen der Euro-Abwertung auf die Teuerung dürften in den kommenden Quartalen stärker zutage treten. Bislang lassen sich diese Auswirkungen hauptsächlich in der Entwicklung der Einfuhrpreise erkennen, aber noch nicht in jener der inländischen Erzeugerpreise (siehe Abbildung 20). Sowohl die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel als auch jene der Preise importierter Vorleistungsgüter haben sich drastisch erhöht. Allerdings machen importierte Verbrauchsgüter lediglich einen kleinen Teil der im HVPI erfassten Waren aus. Außerdem tauchen importierte Vorleistungsgüter nur in den frühen Stufen

Abbildung 19 Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Mai 2015 (Vorausschätzung).

Abbildung 20 Erzeugerpreise und Einfuhrpreise in der Industrie ohne Energie und im Baugewerbe im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Erzeugerpreisindex (für Gesamtindustrie ohne Energie und Baugewerbe)
- Preise der Einführen aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets (für Gesamtindustrie ohne Energie und Baugewerbe)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich für die Einfuhrpreise auf März 2015 und für die Erzeugerpreise auf April 2015.

Abbildung 21 Preisanstieg bei Dienstleistungen in den finanziell angeschlagenen und ehemals finanziell angeschlagenen Ländern sowie sonstigen Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- Preisanstieg bei Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet
- Finanziell angeschlagene und ehemals finanziell angeschlagene Länder
- Sonstige Länder



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf April 2015. Die finanziell angeschlagenen und ehemals finanziell angeschlagenen Länder umfassen Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien.

der Preiskette auf, und in den weiteren Stufen dieser Kette steht ein merklicher Anstieg der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel bislang noch aus. Umfragebasierte Indikatoren für den Inflationsdruck bestätigen dieses Bild. Aus den Daten des Einkaufsmanagerindex für Mai geht hervor, dass die Vorleistungspreise anziehen, während die Verkaufspreise weitgehend stabil bleiben. Dass die HVPI-Inflation mit zeitlicher Verzögerung auf die Euro-Abwertung reagiert, ist normal, und zwar nicht nur wegen des schrittweise erfolgenden Durchwirkens über höhere Vorleistungskosten, sondern auch, weil dieser Einfluss zum Teil – dies allerdings mit stärkerer zeitlicher Verzögerung – aus der höheren Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen im Zusammenhang mit der konjunkturellen Entwicklung und den Einkommenseffekten aufgrund des niedrigeren Wechselkurses resultiert. Insgesamt gesehen ist von einem allmählichen Durchwirken des Wechselkursrückgangs auszugehen. In Kasten 5 wird detaillierter auf die Transmission der Wechselkursentwicklung eingegangen.

Der binnenwirtschaftliche Preisdruck blieb bislang moderat, was hauptsächlich eine Folge der schwachen Nachfrage ist. Die Preissteigerungsrate der Dienstleistungen verringerte sich von 1,9 % Anfang 2012 auf 1,2 % im Dezember 2014 und weiter auf 1,0 % im April 2015, bevor sie im Mai auf 1,3 % stieg. Der in den letzten Jahren zu verzeichnende negative Trend hinsichtlich der Teuerung bei den Dienstleistungen spiegelt eine verhaltene Entwicklung sowohl des Lohnwachstums als auch der Gewinnmargen wider, welche durch die Anhebung indirekter Steuern und administrierter Preise knapp ausgeglichen wurde. Im Ländervergleich war der rückläufige Preisauftrieb bei den Dienstleistungen in finanziell angeschlagenen oder ehemals finanziell angeschlagenen Ländern besonders ausgeprägt (siehe Abbildung 21). Dies könnte auf eine höhere Lohn- und Preisflexibilität aufgrund von Strukturreformen oder aber auf die Schwere der Krise zurückzuführen sein.

Mit Blick auf die Zukunft wird die Teuerung nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2015 anziehen und in den Jahren 2016 und 2017 weiter zunehmen. Auf der Grundlage der Mitte Mai verfügbaren Daten gehen die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum vom Juni 2015 davon aus, dass die durchschnittliche HVPI-Inflation im laufenden Jahr 0,3 % betragen und 2016 und 2017 auf 1,5 % bzw. 1,8 % steigen wird. Im Vergleich zu den im März 2015 erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2015 nach oben korrigiert; für 2016 und 2017 blieben sie unverändert. Den Erwartungen zufolge wird die Teuerungsrate nach dem HVPI in den kommenden Monaten niedrig bleiben, bevor Basiseffekte zusammen mit dem aufgrund der Entwicklung an den Terminmärkten erwarteten Anstieg der Ölpreise die Gesamtinflation gegen Ende 2015 in die Höhe treiben werden. In den Jahren 2016 und 2017 dürfte die Gesamtinflation weiter steigen, da sich der vom Wachstum der Löhne und der Gewinnmargen ausgehende binnenwirtschaftliche Preisdruck infolge des weiteren Rückgangs der wirtschaftlichen Unterauslastung und des anhaltenden außenwirtschaftlichen Preisdrucks verstärkt, die ihrerseits die verzögerte Transmission der Wechselkursentwicklung und den aufwärtsgerichteten Verlauf der Terminkurve für Ölpreise widerspiegeln.

Die Inflationsaussichten stehen im Einklang mit dem gegenüber den niedrigen Ständen vom Januar verzeichneten Anstieg sowohl der umfrage- als auch der marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet. Kürzerfristige umfrage- und markt-basierte Inflationserwartungen, wie sie anhand von inflationsindexierten Swapsätzen gemessen werden, haben sich in letzter Zeit erhöht, vor allem jene für 2016 und 2017. Die Erholung der

Abbildung 22 Umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

- Tatsächliche Teuerung nach dem HVPI
- Prognose von Consensus Economics
- - - - - SPF (Q2 2015)



Quellen: Eurostat, Reuters, Survey of Professional Forecasters der EZB, EZB-Berechnungen, Consensus Economics.
Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis Mai 2015 (Voraus-schätzungen); die SPF-Angaben beruhen auf den Ergebnissen der Umfrage vom zweiten Quartal 2015. Die Angaben von Consensus Economics beruhen für 2015 und 2016 auf den Prognosen vom Mai 2015 und für andere Jahre auf den Prognosen vom April 2015.

Abbildung 23 Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Einjähriger Satz in zwei Jahren
- Einjähriger Satz in vier Jahren
- - - - - Einjähriger Satz in neun Jahren
- Fünfjähriger inflationsindexierter Termin-Swapsatz in fünf Jahren
- Zehnjähriger Kassasatz inflationsindexierter Swaps



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2015.

längerfristigen umfragebasierten Inflationserwartungen im Euroraum auf rund 1,8 % deutet darauf hin, dass die professionellen Prognostiker mit größerer Zuversicht eine Rückkehr der mittelfristigen Preissteigerungsrate auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erwarten (siehe Abbildung 22). Auch der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren stieg wieder an, und zwar von rund 1,5 % im Januar auf rund 1,8 % Anfang Juni, während sich der zehnjährige Kassasatz inflationsindexierter Swaps gleichzeitig von unter 1 % auf rund 1,4 % erhöhte (siehe Abbildung 23). In ähnlichem Umfang erholten sich andere marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen, einschließlich der aus inflationsindexierten Staatsanleihen verschiedener Länder abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten. Der Wiederanstieg der marktbasierenden Inflationserwartungen fiel im Euro-Währungsgebiet deutlicher aus als in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, was darauf hinweist, dass die Marktteilnehmer teilweise das Abwärtsrisiko reduzieren, das eine Zeit lang in die Inflationserwartungen für den Euroraum eingepreist wurde. Insgesamt bedeutet dies, dass sich die Gefahr durch deflationäre Kräfte oder die Risiken im Zusammenhang mit Zweit-rundeneffekten des jüngsten Ölpreisrückgangs in den letzten Monaten deutlich verringert haben.

Mit Blick auf die Zukunft hat der EZB-Rat angekündigt, dass er die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung genau beobachten wird. In diesem Zusammenhang wird er sein Augenmerk insbesondere auf die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen und auf Veränderungen der geopolitischen Lage sowie die Entwicklung des Wechselkurses und der Energiepreise legen.

5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

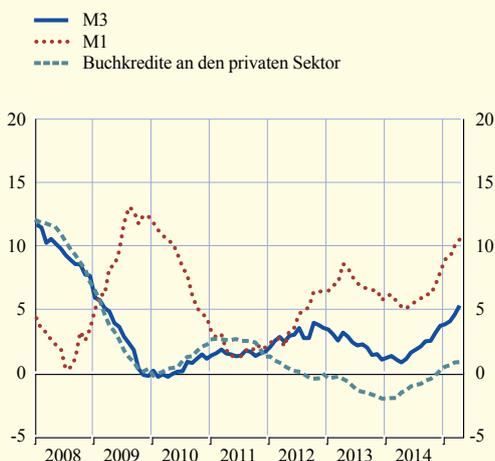
Vor dem Hintergrund des äußerst niedrigen Zinsniveaus hat sich das Geldmengen- und Kreditwachstum weiter erholt. Infolge des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) haben sich die monetären Indikatoren abermals verbessert. Obgleich die Kreditdynamik schwach geblieben ist, hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiter gefestigt. Die Refinanzierungskosten der Banken gingen im ersten Quartal 2015 erneut zurück. Lockerere Vergaberichtlinien stützen nach wie vor die Erholung des Kreditwachstums und insbesondere der Unternehmenskredite. Zudem haben sich die nationalen Zinsunterschiede bei Bankkrediten weiter verringert. Insgesamt bestätigen die jüngsten Entwicklungen, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB dazu beitragen, das reibungslose Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen und die Kreditvergabebedingungen der Banken zu lockern.

Die Erholung des M3-Wachstums hat sich gefestigt. Im April stieg das Jahreswachstum der Geldmenge M3 auf 5,3 % gegenüber 4,0 % im ersten Quartal 2015, nachdem es im April 2014 einen Tiefstand von 0,8 % verzeichnet hatte (siehe Abbildung 24). Getragen wurde das raschere M3-Wachstum überwiegend von der eng gefassten Geldmenge M1, worin sich vor allem die geringen Opportunitätskosten der Haltung der liquidesten Komponenten von M3 widerspiegeln. Unterstützung lieferte auch der Verkauf von Anleihen des öffentlichen Sektors sowie von gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities durch den geldhaltenden Sektor im Zuge des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Infolgedessen beschleunigte sich das jährliche Wachstum der Geldmenge M1 im April 2015 weiter auf 10,5 % nach 9,0 % im Anfangsquartal. Die jüngste Entwicklung des eng gefassten Geldmengenaggregats, das als Vorlaufindikator für das Wirtschaftswachstum im Euroraum gilt, untermauert die Perspektive einer anhaltenden Erholung der Konjunktur.

Der geldhaltende Sektor konzentriert sich derzeit auf täglich fällige Einlagen. Das extreme Niedrigzinsumfeld und die flache Zinsstrukturkurve begünstigen Investitionen des geldhaltenden Sektors in täglich fällige M3-Einlagen. Die Geldmenge M1, die vom stärkeren Wachstum der

Abbildung 24 Geldmenge M3 und M1 sowie Buchkredite an den privaten Sektor

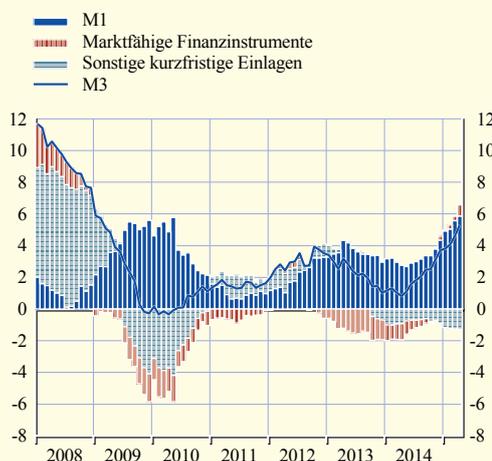
(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Abbildung 25 M3 und Hauptkomponenten von M3

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



Quelle: EZB.

täglich fälligen Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften profitierte, steuerte im April spürbar zum M3-Wachstum bei (siehe Abbildung 25). Die Präferenz des geldhaltenden Sektors für hochliquide Aktiva – vornehmlich täglich fällige Einlagen – deutet darauf hin, dass hier weiterhin Liquiditätspuffer aufgebaut werden. Die niedrige (und rückläufige) Verzinsung der weniger liquiden monetären Aktiva trug im April zum anhaltenden Rückgang der sonstigen kurzfristigen Einlagen bei. Die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (d. h. M3 – M2), die ein relativ geringes Gewicht innerhalb von M3 aufweisen, beschleunigte sich deutlich auf 11,6 %, nachdem sie Ende des vierten Quartals 2014 wieder zu einem positiven Vorzeichen zurückgefunden hatte. Dieser Anstieg erfolgte auf breiter Linie über sämtliche Teilkomponenten hinweg.

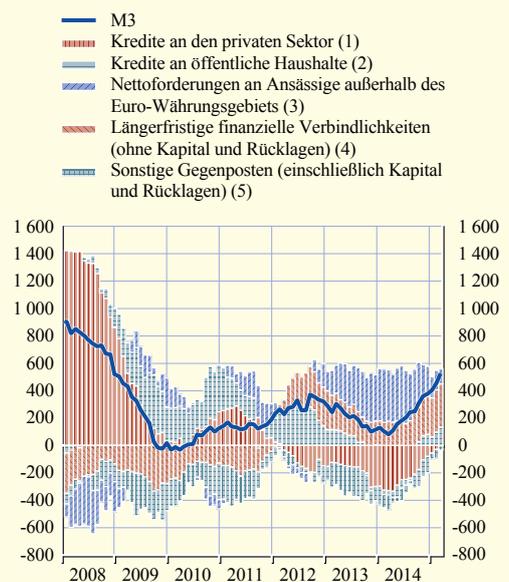
Portfoliumschichtungen sind die Triebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge.

Eine Prüfung der Gegenposten von M3 (siehe Abbildung 26) zeigt, dass die M3-Dynamik im Wesentlichen durch den Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten und in einem geringeren Maß durch einen zwar rückläufigen, doch weiterhin positiven Zufluss bei den Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Netto-Auslandsposition) bestimmt war. Auch die Kehrtwende der Kreditdynamik wirkte sich stützend aus. Der jährliche Rückgang der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors beschleunigte sich im April 2015 auf eine Rate von -6,4 % nach -5,7 % im ersten Quartal 2015 und -4,8 % im Schlussquartal 2014. In dem erheblichen Beitrag dieser Komponente zum M3-Wachstum kommt vor allem die flache Zinsstrukturkurve zum Ausdruck. Der Beitrag der Netto-Auslandsposition der MFIs verringerte sich im Anfangs-quarteral 2015 deutlich gegenüber dem zur Jahresmitte 2014 verzeichneten Höchststand, blieb aber, gestützt durch einen beträchtlichen Überschuss in der Leistungsbilanz, positiv. In dieser Verringerung spiegelten sich zunehmende Nettokapitalabflüsse aus dem Euroraum bei den Schuldverschreibungen wider, die die höheren Nettozuflüsse beim Beteiligungskapital (in denen sich das anhaltende Interesse ausländischer Investoren an Aktien des Euroraums manifestierte) überstiegen.

Die Banken im Euroraum verfügen in der Regel über eine solide Solvenz und Liquiditätsausstattung. Die Banken haben – teils durch vermehrte Aktienemissionen, aber auch durch Schuldenabbau und eine Verschärfung der Kreditvergabebedingungen (strengere Kreditrichtlinien, Ausweitung der Creditspreads) – ihre Eigenkapitalquoten erhöht. Dieser Fokus auf Bilanzkorrekturen sowie die deutlichen Fortschritte bei den Eigenkapitalquoten haben dazu beigetragen, die Voraussetzungen für eine nachhaltige Verbesserung der geldpolitischen Transmission über den Bankkreditkanal zu schaffen.

Abbildung 26 Gegenposten zu M3

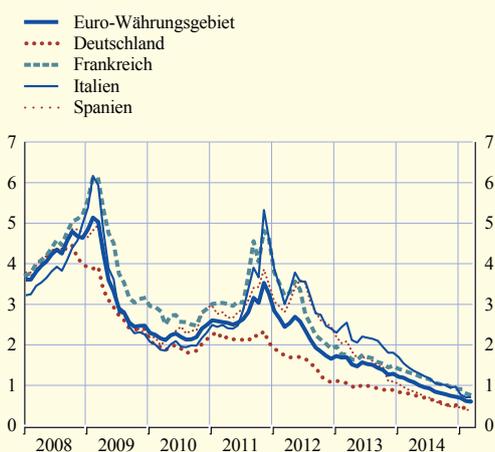
(Veränderung gegen Vorjahr; in Mrd €, saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.
Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt (M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5).

Abbildung 27 Zusammengesetzte Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

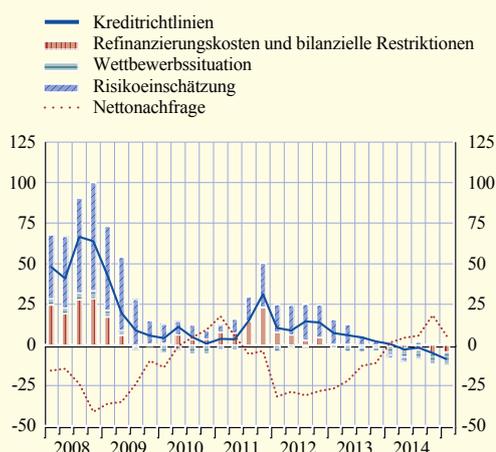
(zusammengesetzte Kosten der einlagenbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung am Markt für unbesicherte Schuldtitel; in % p. a.)



Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Durchschnitt der Einlagensätze im Neugeschäft und Kosten der Fremdfinanzierung am Markt, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände.

Abbildung 28 Ursachen für Verschärfungen der Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Nettokreditnachfrage

(durchschnittlicher Nettosaldo je Kategorie)



Quelle: EZB.
Anmerkung: „Refinanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen“ als ungewichteter Durchschnitt von „Eigenkapitalkosten“, „Refinanzierungsbedingungen auf dem Geld- oder Anleihemarkt“ und „Liquiditätsposition“. „Risikoeinschätzungen“ als ungewichteter Durchschnitt von „Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten allgemein“, „Branchen- oder firmenspezifische Lage und Aussichten/Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer“ und „Werthaltigkeit der Sicherheiten“. „Wettbewerbsituation“ als ungewichteter Durchschnitt von „Konkurrenz durch andere Banken“, „Konkurrenz durch Nichtbanken“ und „Konkurrenz durch Marktfinanzierung“.

Die Refinanzierungskosten der Banken gingen im ersten Quartal 2015 weiter zurück. Dies hing zu einem maßgeblichen Teil mit dem erweiterten APP zusammen. Die günstigen Refinanzierungsbedingungen der Banken spiegeln sich in den Renditen unbesicherter Bankschuldverschreibungen wider, die im ersten Quartal 2015 auf einen historischen Tiefstand (von durchschnittlich 0,8 % p. a. im März) sanken. Auch die Einlagenkosten der Banken gingen weiter zurück. Bislang gibt es jedoch keine Anzeichen für eine allgemeine Tendenz hin zu negativen Einlagenzinsen in Reaktion auf die Negativverzinsung der EZB-Einlagefazilität. Insgesamt weisen die zusammengesetzten Refinanzierungskosten der Banken vor dem Hintergrund der Nettotilgungen längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten der MFIs einen steten Rückgang auf (siehe Abbildung 27). In diesem Zusammenhang zeigte die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey)¹ vom April 2015, dass sich der Zugang der Banken zur Finanzierung im ersten Quartal des laufenden Jahres über alle wichtigen Marktinstrumente und bei den Privatkundeneinlagen verbesserte. Verglichen mit dem Vorquartal waren in allen wichtigen Kategorien, und ganz besonders beim Zugang der Banken zum Anleihemarkt sowie bei den Verbriefungen, deutliche Verbesserungen erkennbar.

Lockerere Vergaberichtlinien stützen nach wie vor die Erholung des Kreditwachstums, insbesondere bei den Unternehmenskrediten. Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 geht hervor, dass ein verstärkter Wettbewerb zwischen den Banken im ersten Quartal 2015 zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien beitrug; zugleich wurde weiterhin eine regere Kreditnachfrage der Unternehmen verzeichnet (siehe Abbildung 28). Die Bedingungen für die

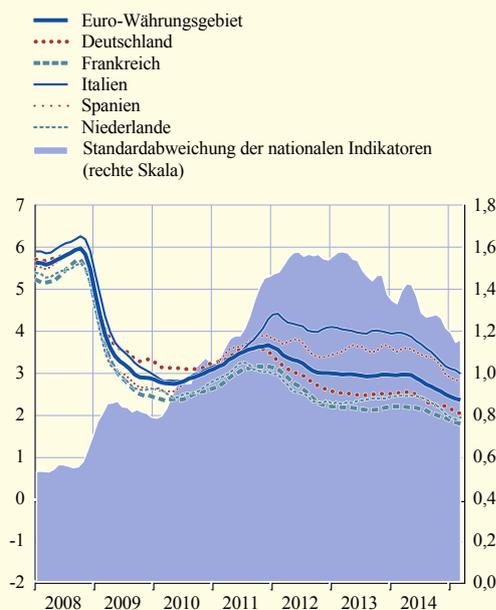
1 Siehe www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html.

Neukreditvergabe wurden im ersten Jahresviertel 2015 abermals über alle Kategorien hinweg gelockert. Dies geschah in erster Linie über eine weitere Verringerung der Margen für durchschnittliche Kredite. Während die Banken ihre Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weniger restriktiv gestalteten, wurden die Vergabestandards für Wohnungsbaukredite an private Haushalte per saldo leicht verschärft. Laut der Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) kommt die Verbesserung der Kreditkonditionen nicht nur großen Unternehmen zugute, sondern auch kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs). Diese günstigen Entwicklungen vollzogen sich in einem Umfeld, in dem sich nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und insbesondere KMUs nach wie vor eher über Banken finanzieren als über marktbasierende Finanzierungsquellen (siehe Kasten 6).

Niedrigere Bankkreditzinsen spiegeln die Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB wider. Seit der Einführung der Kreditlockerungsmaßnahmen durch die EZB Mitte 2014 und der Ankündigung des APP sind die nominalen Kosten von Bankkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte merklich gesunken. Die Banken haben ihre günstigeren Finanzierungskosten seit dem dritten Quartal 2014, als die EZB ihre Maßnahmen zur weiteren geldpolitischen Lockerung ausbaute, nach und nach in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben: Die zusammengesetzten Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum sind seither um rund 50 bzw. 40 Basispunkte zurückgegangen (siehe Abbildung 29 und 30).

Abbildung 29 Zusammengesetzter Indikator der Kreditkosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

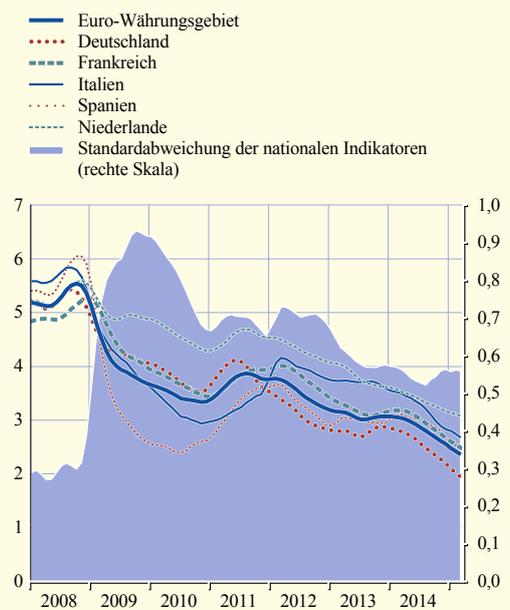
(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

Abbildung 30 Zusammengesetzter Indikator der Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



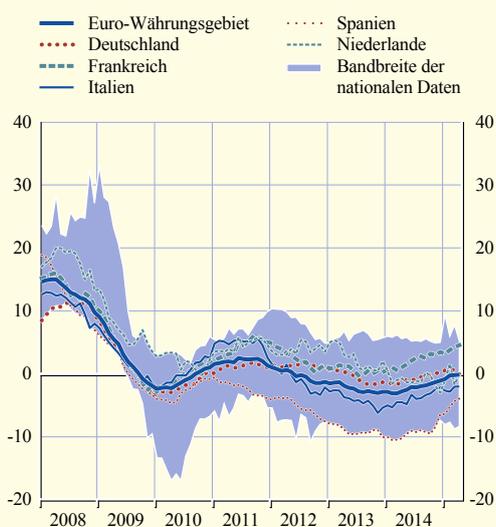
Quelle: EZB.
Anmerkung: Der Indikator der Kreditkosten errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten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

Die nationalen Zinsunterschiede bei Bankkrediten haben sich weiter verringert. Trotz einiger ermutigender angebotsseitiger Entwicklungen in der Gesamtbetrachtung für den Euroraum weisen die Kreditrichtlinien weiterhin eine erkennbare nationale und sektorale Heterogenität auf. Diesbezüglich haben das im Juni 2014 beschlossene Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe und das APP zu einer Annäherung der Kreditkosten in den verschiedenen Euro-Ländern beigetragen. So sind die Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den Ländern, die gegenwärtig mit niedrigeren Jahreswachstumsraten in diesem Segment zu kämpfen haben, ebenfalls besonders stark zurückgegangen.

Die Kreditdynamik ist zwar nach wie vor gedämpft, doch das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor hat sich weiter gefestigt. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor erholte sich weiter auf 0,8 % im April 2015 (nach 0,5 % im ersten Quartal 2015 und einem Tiefstand von -2,1 % im Januar 2014). Die Kontraktion der Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verlangsamte sich weiter (siehe Abbildung 31), während das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte leicht zulegte (siehe Abbildung 32). Gestützt wurden diese Entwicklungen durch den deutlichen Rückgang der Bankkreditzinsen, der seit Sommer 2014 in weiten Teilen des Eurogebiets zu beobachten ist, sowie durch Anzeichen einer Erholung des Angebots an wie auch der Nachfrage nach Bankdarlehen. Das eingetrübte Konjunkturklima und die im historischen Vergleich restriktiven Kreditrichtlinien belasten zwar nach wie vor die Kreditvergabe in einigen Teilen des Euro-raums, doch die jüngsten Umfragen zum Kreditgeschäft der Banken bestätigen die Einschätzung, dass die angebotsseitigen Spannungen allmählich nachlassen, und deuten zudem auf eine Belebung der Kreditnachfrage hin.

Abbildung 31 MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Euro-Ländern

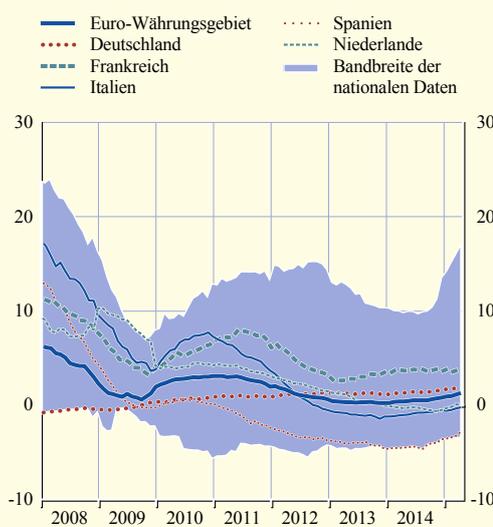
(Jahreswachstumsrate)



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

Abbildung 32 MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Euro-Ländern

(Jahreswachstumsrate)



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

Nach ihrer Erholung im Jahr 2014 hat sich die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (auf Basis der jährlichen Ströme) im ersten Quartal 2015 stabilisiert.

Die jüngste Stabilisierung spiegelt in erster Linie die geringere Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Unternehmen im Spätsommer und Frühherbst letzten Jahres wider. Aus den aktuellen monatlichen Daten geht hervor, dass sich die Begebung von Schuldverschreibungen Anfang 2015 nach der Ankündigung und Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) wieder belebte. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum gingen im ersten Quartal 2015 weiter zurück und stabilisierten sich im März auf einem niedrigen Niveau, da der Anstieg der Aktienemissionskosten durch den Rückgang der Kosten für Bankkredite mit langer Laufzeit ausgeglichen wurde. Im April und Mai verharrten die Kosten der Aktienemission insgesamt auf ihrem Vorkrisenniveau. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung stiegen im Mai an (allerdings in deutlich geringerem Maße als die Staatsanleiherenditen), nachdem sie im März und April einen historisch niedrigen Stand erreicht hatten.

6 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

Wenngleich sich die nominalen Finanzierungssalden aufgrund der konjunkturellen Erholung und des niedrigeren Zinsniveaus verbessert haben, dürfte die Haushaltskonsolidierung in struktureller Betrachtung in den nächsten Jahren weitgehend zum Stillstand kommen. Erklären lässt sich dies zum Teil dadurch, dass der zuvor umsichtige finanzpolitische Kurs in einem Umfeld der flexibleren Handhabung der Fiskalregeln gelockert wurde. Was die weitere Entwicklung betrifft, so werden zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen erforderlich sein, um die hohe gesamtstaatliche Schuldenquote nachhaltig zu senken.

Auf Ebene des Euroraums dürfte sich der öffentliche Finanzierungssaldo weiter verbessern.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 wird die Defizitquote im Euroraum von 2,4 % im Jahr 2014 auf 1,5 % im Jahr 2017 zurückgehen (siehe Tabelle 1). Diese Verbesserung dürfte auf die Effekte der anhaltenden konjunkturellen Belebung sowie auf sinkende Neuverschuldungskosten zurückzuführen sein. Gleichwohl wird der strukturelle Finanzierungssaldo den Projektionen zufolge bis zum Jahr 2017 weitgehend unverändert bleiben, da die positive Entwicklung der Ausgabenseite auf der Einnahmenseite größtenteils durch Senkungen der direkten Steuern und der Sozialbeiträge aufgezehrt werden dürfte. Gegenüber den Projektionen vom März 2015 haben sich die Aussichten für die gesamtstaatliche Defizitquote aufgrund einer Abwärtskorrektur der Zinsausgaben nunmehr verbessert.

Der öffentliche Schuldenstand dürfte während des Projektionszeitraums allmählich sinken, aber immer noch hoch bleiben.

So wird erwartet, dass sich die Schuldenquote im Euroraum – ausgehend von ihrem Spitzenwert von 92,0 % im Jahr 2014 – bis Ende 2017 auf 88,4 % verringert. Dieser unterstellte Rückgang der Staatsverschuldung, der jedoch nicht so hoch geschätzt wird wie in den Projektionen vom März 2015, ist vor allem der günstigen Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials und verbesserten Primärsalden zuzuschreiben. Allerdings wird der projizierte gesamtstaatliche Schuldenstand erhöht bleiben, was die Notwendigkeit weiterer Konsolidierungsanstrengungen zur nachhaltigen Senkung der Schuldenquote unterstreicht. Dies ist mit Blick auf die erheblichen langfristigen Herausforderungen, die sich aus der Bevölkerungsalterung ergeben, umso wichtiger. Aus dem diesjährigen Bericht des Wirtschaftspolitischen Ausschusses und der

Tabelle 1 Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

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

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

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat (einschließlich der Daten für Litauen vor 2015). Die Angaben entsprechen den Daten, die in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2015 ausgewiesen sind. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung geht hervor, dass die gesamten alterungsbedingten Haushaltsbelastungen im Eurogebiet bis 2060 in Relation zum BIP um 1,5 Prozentpunkte auf 28,3 % des BIP zunehmen, wobei dieser Anstieg in mehreren Euro-Ländern noch deutlich höher ausfallen wird (siehe hierzu Kasten 7).

Nachdem bis zum Jahr 2013 umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen zu verzeichnen waren, dürfte der finanzpolitische Kurs bis 2017 weitgehend neutral sein. Da für den Euroraum nur begrenzte Konsolidierungsanstrengungen vorausgeschätzt werden, dürften sich die Abstände zu den im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen strukturellen Haushaltsanpassungen vergrößern. Obwohl mit einer unzureichenden Verbesserung der strukturellen Finanzierungssalden gerechnet wird, sind gemäß der Frühjahrsprognose 2015 der Europäischen Kommission bis auf Spanien alle Länder, die sich derzeit in einem Defizitverfahren befinden, auf einem guten Weg, fristgerecht aus dem Verfahren entlassen zu werden. Ausschlaggebend hierfür ist der defizitmindernde Effekt des Konjunkturzyklus. Da sich aber die strukturellen Haushaltspositionen kaum verbessern, besteht die Gefahr, dass sich die Fehler aus der Zeit vor der Krise, als sich die Senkung der gesamtstaatlichen Defizite als nicht dauerhaft erwies, wiederholen könnten. Mit der zunehmenden konjunkturellen Belebung wird es darauf ankommen, sich verstärkt auf die Tragfähigkeit der Verschuldung zu konzentrieren und wieder mit der Haushaltskonsolidierung fortzufahren, damit in allen Ländern, die nach wie vor einen Konsolidierungsbedarf aufweisen, Fortschritte bei der Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels möglich sind (siehe hierzu Kasten 8).



KÄSTEN

Kasten I

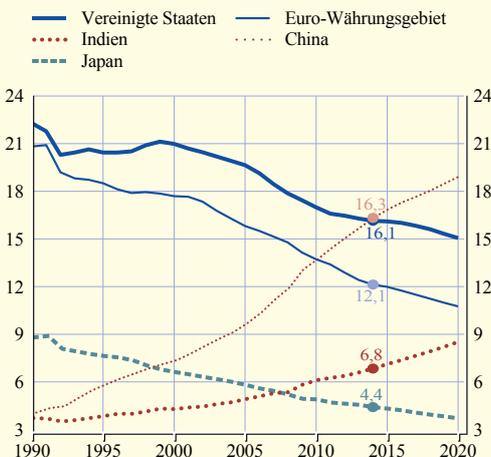
DIE ZUNEHMENDE BEDEUTUNG DER INDISCHEN VOLKSWIRTSCHAFT

Indien hat während des vergangenen Jahrzehnts sukzessive an weltwirtschaftlicher Bedeutung gewonnen. In Kaufkraftparitäten gerechnet war Indien 2014 bereits weltweit die drittgrößte Volkswirtschaft nach China und den Vereinigten Staaten. Vor dem Hintergrund nach wie vor hoher Wachstumserwartungen seitens vieler Beobachter dürften der Beitrag Indiens zum Weltwirtschaftswachstum und somit seine Bedeutung für die Aussichten des Euro-Währungsgebiets weiter zunehmen. Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten wirtschaftspolitischen Maßnahmen Indiens sowie die konjunkturellen Perspektiven und bestehenden Herausforderungen betrachtet.

Indien spielt bereits heute eine wichtige Rolle in der Weltwirtschaft. Im vergangenen Jahr lag der Anteil des Landes am weltweiten BIP zu Kaufkraftparitäten bei 6,8 % (siehe Abbildung A). Nach China leistete es den größten Beitrag zum Weltwirtschaftswachstum (siehe Abbildung B). Im Gegensatz dazu ist der Stellenwert Indiens für den Welthandel und an den Finanzmärkten bisher vergleichsweise geringer. Weniger als 2 % der Exporte des Eurogebiets und nur 2,5 % der weltweiten Importe entfielen im Jahr 2013 auf den indischen Markt, was eher dem Anteil Indiens am weltweiten BIP auf Basis von Marktwechsellkursen entspricht. Ende 2013 lag der Anteil der weltweiten ausländischen Direktinvestitionen in das Land bei unter 1 %, während der Anteil der Direktinvestitionen Indiens im Ausland noch geringer ausfiel (siehe Abbildung C). Auch der Einfluss auf die Rohstoffmärkte auf der Nachfrageseite ist gemessen an der hohen Bevölkerungszahl des Landes relativ gering. So lag etwa der Anteil am Weltenergieverbrauch bis vor Kurzem bei weniger als 5 % – deutlich niedriger als Chinas Anteil von mehr als 20 %.

Abbildung A Anteil ausgewählter Länder am weltweiten BIP

(in % des weltweiten BIP)

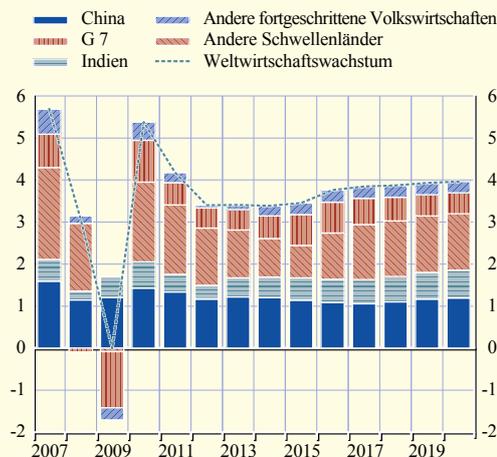


Quellen: World Economic Outlook des IWF vom April 2015 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die BIP-Anteile beruhen auf einer Berechnung der Länder-BIPs zu Kaufkraftparitäten. Die Werte für 2014 sind in der Abbildung besonders kenntlich gemacht, die Angaben für die Folgejahre beziehen sich auf IWF-Prognosen.

Abbildung B Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum

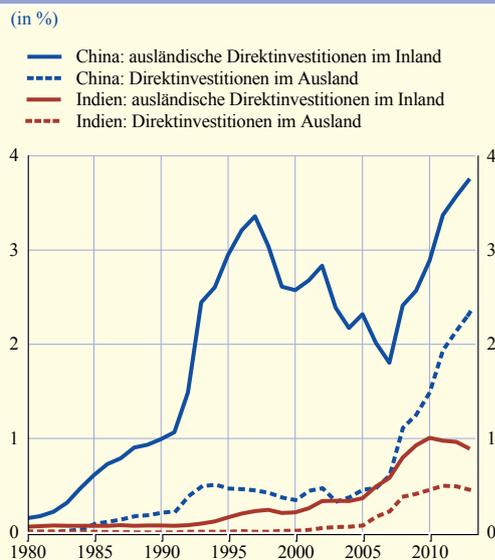
(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: World Economic Outlook des IWF vom April 2015 und EZB-Berechnungen.

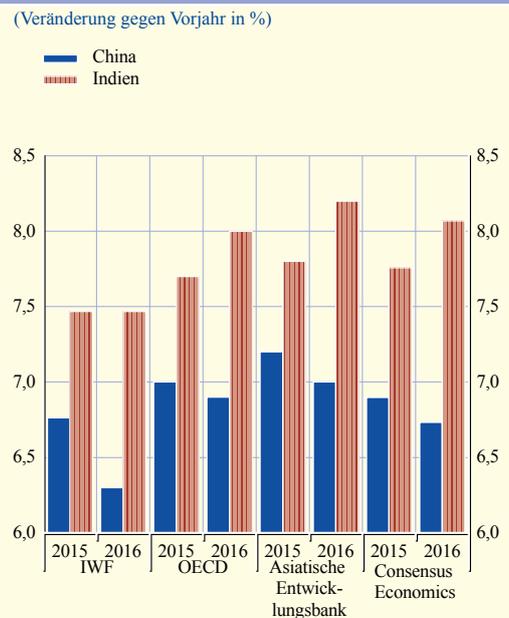
Anmerkung: „Andere fortgeschrittene Volkswirtschaften“ sind alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften außer den G-7-Staaten. „Andere Schwellenländer“ sind alle Schwellenländer außer Indien und China. Die Angaben für 2015 und die Folgejahre beziehen sich auf IWF-Prognosen.

Abbildung C Anteile Chinas und Indiens am weltweiten Bestand an Direktinvestitionen



Quelle: UNCTAD.

Abbildung D Projektionen zum Wachstum für Indien und China



Quellen: World Economic Outlook des IWF vom April 2015, Interim Economic Assessment der OECD vom März 2015, Asian Development Outlook der Asiatischen Entwicklungsbank vom März 2015 und Consensus Economics vom Mai 2015.
Anmerkung: Die Prognosen des IWF, der Asiatischen Entwicklungsbank und von Consensus Economics für Indien beruhen auf Haushaltsjahren (so bezieht sich z. B. 2015 auf das im April 2015 beginnende Haushaltsjahr).

Allgemein wird erwartet, dass Indien China im laufenden Jahr als weltweit wachstumsstärkste große Volkswirtschaft überholen wird. Indiens kurzfristige Aussichten haben sich vor allem aufgrund der kürzlich ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen und der niedrigeren Ölpreise verbessert. Dadurch konnte das Land einige bereits seit Langem bestehende makroökonomische Schwachstellen, wie etwa die hohe Inflation, das hohe Leistungsbilanzdefizit und das große Haushaltsdefizit, angehen. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe ist in den letzten Quartalen deutlich gesunken und dürfte bis zum Ende des aktuellen Haushaltsjahrs im März 2016 bei unter 6 % bleiben. Vor dem Hintergrund des nachlassenden Preisdrucks senkte die Reserve Bank of India in den ersten Monaten des Jahres ihren Leitzins in zwei Schritten auf 7,5 %. Es wird damit gerechnet, dass die indische Zentralbank weiterhin einen akkommodierenden Kurs zur Stützung des Wachstums verfolgen wird. Neu eingeführt wurde ein Inflationsziel, das dazu beitragen könnte, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu stärken. Das Haushaltsdefizit ist in den vergangenen Jahren gesunken. Im letzten Haushaltsjahr belief sich das Defizit des Zentralstaats auf 4,1 % des BIP, da die Regierung die Möglichkeit nutzte, aufgrund der niedrigeren globalen Ölpreise einige Kraftstoffsubventionen abzuschaffen. Auch das Leistungsbilanzdefizit war rückläufig. Es verringerte sich von 4,8 % des BIP im Jahr 2012 auf etwa 1,4 % des BIP im letzten Haushaltsjahr. Die jüngsten Maßnahmen, darunter Pläne für beschleunigte staatliche Infrastrukturinvestitionen, scheinen das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen in Bezug auf die Konjunkturaussichten beflügelt zu haben. Vor diesem Hintergrund und angesichts der jüngsten Daten, die

auf eine stärkere wirtschaftliche Grunddynamik schließen lassen,¹ gehen die meisten Prognostiker davon aus, dass sich das Wachstum Indiens in den nächsten Jahren auf rund 8 % erhöhen und damit Chinas Zuwachsrate übertreffen wird (siehe Abbildung D).

Mit Blick auf die weitere Zukunft bleibt das Wachstumspotenzial Indiens hoch, da das Land weiterhin eine hohe demografische Dividende haben wird. Die Bevölkerungsentwicklung lässt darauf schließen, dass Indien China im Jahr 2030 als bevölkerungsreichstes Land mit der höchsten Zahl an Erwerbspersonen überholt haben wird. Mit mehr als einer Milliarde Menschen im erwerbsfähigen Alter wäre die erwerbsfähige Bevölkerung Indiens zu diesem Zeitpunkt größer als jene des Euroraums, der Vereinigten Staaten und Indonesiens (den Volkswirtschaften mit der dritt-, viert- bzw. fünftgrößten Bevölkerungszahl) zusammengenommen.

Anders als in China dürfte der Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter bezogen auf die Gesamtbevölkerung außerdem weiter steigen (siehe Abbildung E). Folglich wird sich der Beitrag des Faktors Arbeit zum Potenzialwachstum des Landes in den nächsten zehn Jahren voraussichtlich nach und nach erhöhen. So dürfte sich etwa das BIP-Wachstum Indiens den Prognosen von IWF und Consensus Economics zufolge von 2015 bis 2020 auf durchschnittlich 7,6 % belaufen.

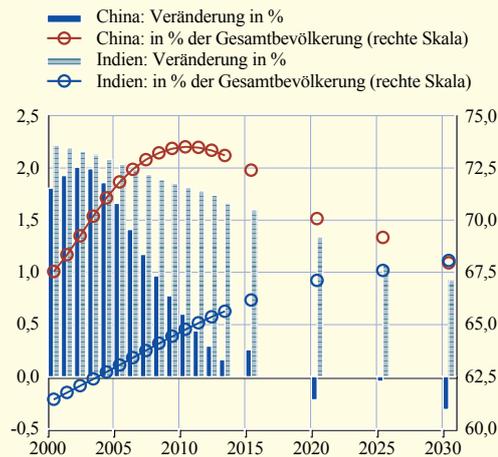
Die Aussichten für Indien hängen jedoch von der Fähigkeit des Landes ab, eine Reihe großer Herausforderungen zu bewältigen. Die jüngsten Maßnahmen der Regierung scheinen das Marktvertrauen gestärkt zu haben. Sie bieten eine tragfähigere Basis für eine stabile gesamtwirtschaftliche Steuerung und umfassen eine solide Finanzpolitik und den Fokus der Zentralbank auf Preisstabilität. Darüber hinaus hat die Regierung auch eine Reihe von Schritten unternommen, um das Geschäftsklima zu verbessern. Zusätzliche Strukturreformen zur Beseitigung der durch Altlasten verursachten Wachstumshemmnisse (u. a. Maßnahmen zum Bürokratieabbau und zur Beschleunigung von Infrastrukturinvestitionen) könnten dazu beitragen, das hohe Wachstumstempo in den kommenden Jahren aufrechtzuerhalten.

Wenn Indien sein Potenzial ausschöpft, dürfte der Stellenwert des Landes in der Weltwirtschaft steigen. Angesichts des raschen Wachstums und des zunehmenden Anteils am weltweiten BIP dürfte sich der indische Beitrag zum Weltwirtschaftswachstum erhöhen. Den jüngsten Prognosen des IWF zufolge dürfte dieser 2018 sogar größer sein als der Beitrag der G-7-Staaten zusammengenommen, wenn auch geringer als jener von China (siehe Abbildung B).

¹ Die vom indischen Statistikamt veröffentlichten revidierten BIP-Reihen vom 30. Januar und 9. Februar 2015 zeigen eine deutlich höhere Wachstumsdynamik in den letzten Jahren an. Nachdem sich das Wirtschaftswachstum von 11 % im Jahr 2010 auf 5,3 % im Jahr 2012 drastisch verringert hatte, wurde den Schätzungen zufolge 2013 eine Erholung der Wachstumsrate auf 6,4 % und 2014 auf 7,2 % verzeichnet, was einer Aufwärtskorrektur von 1,7 Prozentpunkten bzw. 1,1 Prozentpunkten entspricht.

Abbildung E Bevölkerung Indiens und Chinas im erwerbsfähigen Alter

(Veränderung in %; in % der Gesamtbevölkerung)



Quellen: Vereinte Nationen und Weltbank.
Anmerkung: Die Angaben für 2015 und die Folgejahre beziehen sich auf Projektionen.

JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER AKTIENKURSE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET UND IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

Die Aktienkurse im Euroraum liegen trotz der jüngsten Kursgewinne noch knapp unter den vor der Finanzkrise verbuchten Höchstständen. Die Notierungen an den Aktienmärkten im Eurogebiet gewinnen seit Mitte 2012 wieder an Boden, allerdings in einem Umfeld gedämpfter Wachstumsperspektiven. In der zweiten Jahreshälfte 2014 war der Aufwärtstrend vorübergehend zum Stillstand gekommen, als die Kurse vor dem Hintergrund von Befürchtungen einer Double-Dip-Rezession unter Abwärtsdruck gerieten (siehe Abbildung A). In den Vereinigten Staaten hingegen notiert der Gesamtindex derzeit deutlich über dem vor der Krise verzeichneten Spitzenwert (siehe Abbildung B).

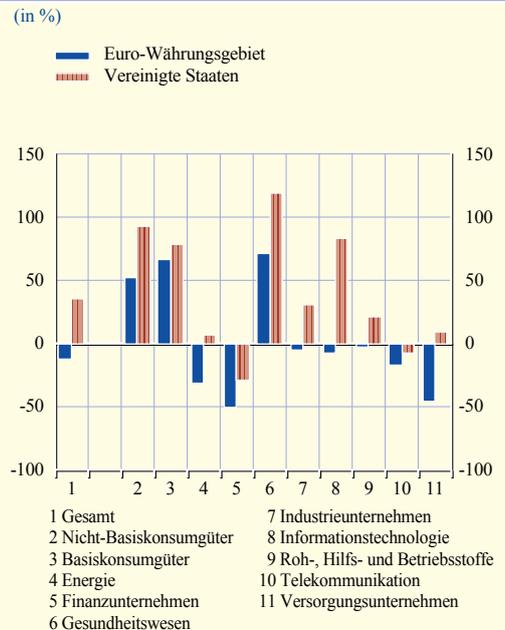
Sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten haben sich die Aktiennotierungen im Finanzsektor deutlich schlechter entwickelt als im nichtfinanziellen Sektor. Eine detailliertere sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass die Börsenkurse nichtfinanzieller Unternehmen in den USA stärker zugelegt haben als im Euroraum und die Kursgewinne dort auch breiter über die verschiedenen Teilspektoren gestreut waren (siehe Abbildung B). Dies hängt in erster

Abbildung A Aktienkurse in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten basieren auf den sektoralen Aktienindizes von Morgan Stanley Capital International. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. Mai 2015.

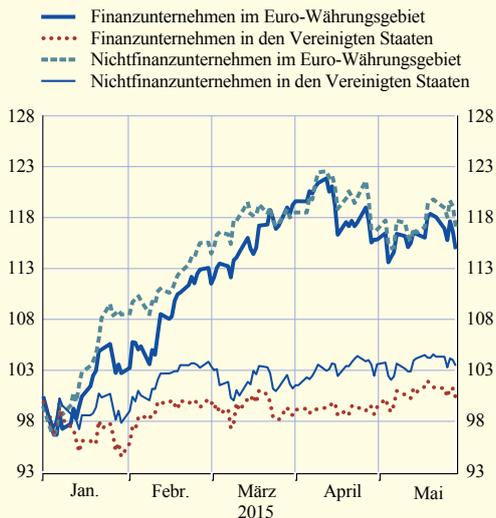
Abbildung B Aktienkurse im Vergleich zu den Spitzenwerten vor der Krise (Juli 2007)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten basieren auf den sektoralen Aktienindizes von Morgan Stanley Capital International. In den Vereinigten Staaten erreichten die Aktienindizes erst im Oktober 2007 ihren Höchststand. Da dieser jedoch nur knapp über dem Niveau vom Juli 2007 lag, als die Notierungen im Euro-Währungsgebiet ihren Spitzenwert erreichten, wird Juli 2007 der Einfachheit halber als gemeinsames Spitzendatum für beide Währungsräume verwendet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. Mai 2015.

Abbildung C Aktienkursentwicklung nach
der Ankündigung des erweiterten APP

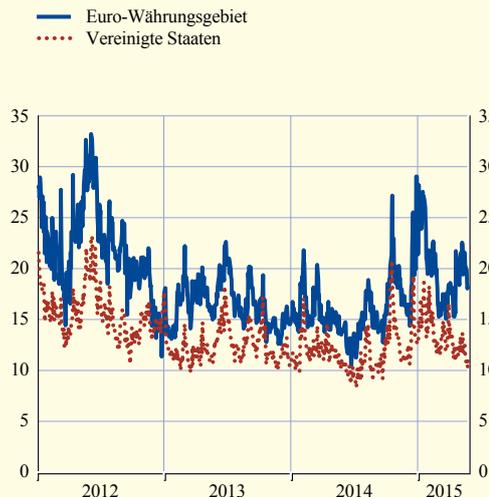
(umbasiert: Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den
29. Mai 2015.

Abbildung D Aktienkursvolatilität

(in %)



Quelle: Thomson Reuters.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den
29. Mai 2015.

Linie damit zusammen, dass die realisierte Aktienrendite, die als Rentabilitätskennzahl dient, in den letzten fünf Jahren in den Vereinigten Staaten höher ausgefallen ist als im Eurogebiet. Zugleich stellten sich die Gewinnmeldungen der US-Unternehmen überwiegend als unerwartet positiv heraus, während sie im Euroraum zumeist hinter den Markterwartungen zurückblieben.

Die Aktienkurse im Euroraum haben nach der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) durch die EZB im Januar 2015 stark zugelegt. Seit Jahresbeginn sind sie um gut 17 % gestiegen, wobei sich die Kursgewinne über den Finanz- und den Nichtfinanzsektor verteilten und auch regional breit gestreut waren. In den USA hingegen haben die Aktienindizes seit Anfang 2015 eine weitgehend flache Entwicklung genommen (siehe Abbildung C).

Nach der Ankündigung des erweiterten APP verringerte sich im Euroraum auch die Aktienkursvolatilität. Vor der Bekanntgabe des erweiterten APP war die Unsicherheit an den Aktienmärkten des Eurogebiets (gemessen an der impliziten Volatilität) stark von der gestiegenen Risikoaversion im Zusammenhang mit der politischen Unsicherheit in Griechenland bestimmt worden. Die Unsicherheit an den Börsen des Euroraums kletterte Mitte Oktober, als die politischen Spannungen in Griechenland aufflammten, auf einen Spitzenwert und schoss Mitte Dezember erneut in die Höhe, als sich abzeichnete, dass die Debatten im griechischen Parlament nicht zu einer Lösung der politischen Pattsituation führen würden (siehe Abbildung D). Nach der Ankündigung des erweiterten APP ließ die Volatilität nach.

Seit Mitte April hat die Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund einer erhöhten Volatilität an den Staatsanleihemärkten des Euroraums zugenommen. Mitte April wurde ein Volatilitätsanstieg an den Anleihemärkten des Eurogebiets verzeichnet, der vor allem in einem kräftigen Renditeanstieg am längeren Ende der Zinsstrukturkurve

für Staatsanleihen aus dem Euroraum begründet lag. Dieser Anstieg war in erster Linie durch eine technische Korrektur des starken Renditerückgangs bedingt, der nach der Anfangsphase der Umsetzung des erweiterten APP zu verzeichnen war. Die Verkaufswelle an den Anleihemärkten könnte durch das Herdenverhalten der Anleger als Reaktion auf die Verschlechterung der Liquiditätslage zusätzlich verschärft worden sein.

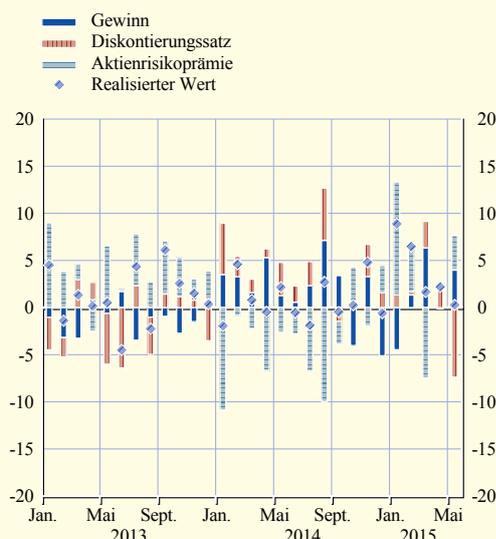
Mit einem Dividendenbarwertmodell lassen sich die aktuellen Triebfedern der Aktienkursentwicklung genauer identifizieren. In diesem Modell gleicht der Aktienkurs dem abgezinsten Wert aller künftigen Dividenden (D_t), wobei der Diskontierungssatz dem risikolosen Zinssatz (r) zuzüglich einer Kompensation für die von den Anlegern eingegangenen Risiken – der Aktienrisikoprämie (ERP) – entspricht. Daraus ergibt sich folgende Formel:

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r + ERP)^t} \right\}$$

Um das Modell anwenden zu können, müssen Annahmen über die zukünftige Dividendenentwicklung aufgestellt werden. Legt man das von Fuller und Hsia¹ vorgeschlagene Konzept zugrunde, kann von einer dreistufigen Entwicklung des Dividendenwachstums ausgegangen werden. In der ersten Stufe, für die ein Zeitraum von vier Jahren angesetzt ist, wird mit einem Dividendenwachstum von g_s gerechnet. Die zweite Phase stellt eine Übergangsperiode von acht Jahren dar, für die unterstellt wird, dass sich die Dividendenwachstumsrate linear an eine kons-

Abbildung E Aufschlüsselung der Aktienkursentwicklung nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet anhand eines Dividendenbarwertmodells

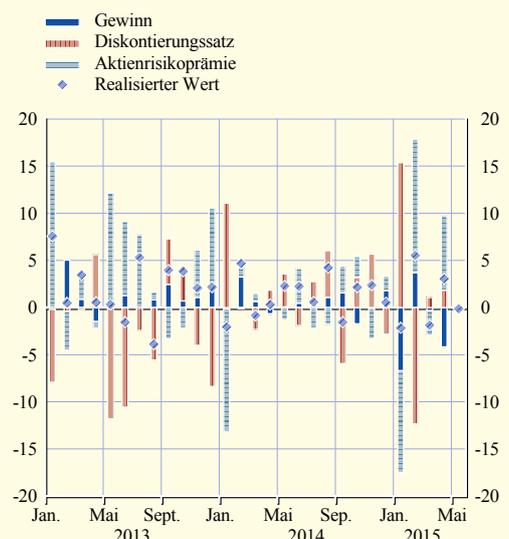
(in %; Beiträge in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vormonat)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung F Aufschlüsselung der Aktienkursentwicklung nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten anhand eines Dividendenbarwertmodells

(in %; Beiträge in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vormonat)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

¹ Siehe R. J. Fuller und C. Hsia, A Simplified Common Stock Valuation Model, in: Financial Analysts Journal, Bd. 40, September-Oktober 1984, S. 49-56.

tante langfristige gleichgewichtige Wachstumsrate g_L anpasst, die während der dritten, unendlichen Phase gleich bleibt. Fuller und Hsia zeigen, dass sich die Aktienkurse unter diesen Annahmen näherungsweise wie folgt berechnen lassen:

$$P = D \frac{(1 + g_L) + 8(g_S - g_L)}{r + ERP - g_L}$$

Es wird die Annahme zugrunde gelegt, dass g_S dem von Analysten prognostizierten Gewinnwachstum pro Aktie entspricht. Für g_L werden als Näherungswert die von Consensus Economics gelieferten Angaben zum erwarteten Wachstum des langfristigen BIP verwendet.²

Die Kursanstiege, die an den Aktienmärkten des Euroraums in den ersten Monaten des laufenden Jahres verzeichnet wurden, waren vor allem auf einen höheren Risikoappetit und niedrigere Diskontierungssätze zurückzuführen. Die Analyse des Dividendenbarwertmodells ergibt, dass die positiven Effekte der gestiegenen Gewinnerwartungen und des niedrigeren Diskontierungsfaktors auf die Aktienkurse über weite Strecken des Jahres 2014 durch eine erhöhte Risikoaversion (gemessen am Anstieg der Aktienrisikoprämie) aufgehoben wurden, sodass die Kurse insgesamt weitgehend stabil blieben (siehe Abbildung E und F). Dieses Szenario änderte sich im Januar und Februar 2015 nach der Ankündigung des erweiterten APP, die einen Rückgang der Risikoaversion auslöste und dadurch die Börsennotierungen beflügelte. Zudem legen Modellschätzungen die Vermutung nahe, dass der Kursanstieg Anfang des Jahres zumindest teilweise mit der Abwertung des Euro und den niedrigen Ölpreisen zusammenhing.

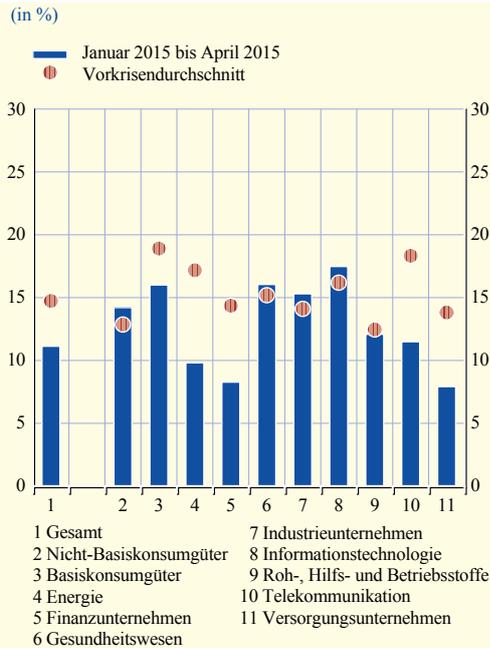
In den USA verhielt sich die Lage anders. Dort schlugen sich die schwachen Konjunkturdaten vom Januar 2015 auch in Form eines Rückgangs der Gewinnerwartungen und einer gedämpften Aktienkursentwicklung nieder (siehe Abbildung F). Dass die Auswirkungen auf die Aktienkurse relativ begrenzt blieben, war ausschließlich dadurch bedingt, dass die schwachen Wirtschaftsmeldungen zu einer Verringerung des Diskontierungssatzes führten, weil die Erwartung einer geldpolitischen Straffung dadurch in weitere Ferne rückte. Die jüngste Volatilitätsphase an den Anleihenmärkten des Euroraums hat einen Anstieg des Diskontierungssatzes bewirkt, der in der schwachen Aktienkursentwicklung im Mai 2015 zum Ausdruck kam.

Was die weitere Entwicklung betrifft, so bleiben die langfristigen Wachstumsaussichten im Eurogebiet relativ gedämpft und bremsen somit weiterhin die Kursentwicklung im Vergleich zu der in den Vereinigten Staaten. Wenngleich die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Datenveröffentlichungen die Erwartungen übertroffen haben, bleiben die Aussichten für eine Erholung des Potenzialwachstums im Eurogebiet getrübt. Dies dämpft die Erwartungen der Analysten zum langfristigen Gewinnwachstum, sodass die langfristigen Erwartungen zur Aktienrendite im Eurogebiet weit niedriger sind als in den USA (siehe Abbildung G und H) und weiter unter dem durchschnittlichen Vorkrisenniveau bleiben.

Insgesamt liegen die Aktienkurse im Euroraum trotz der beständigen Kursgewinne seit Mitte 2012 und der jüngsten kräftigen Kursanstiege im Gefolge der Ankündigung des erweiterten APP weiterhin unter dem vor der Krise verzeichneten Höchststand. Das Kurs-

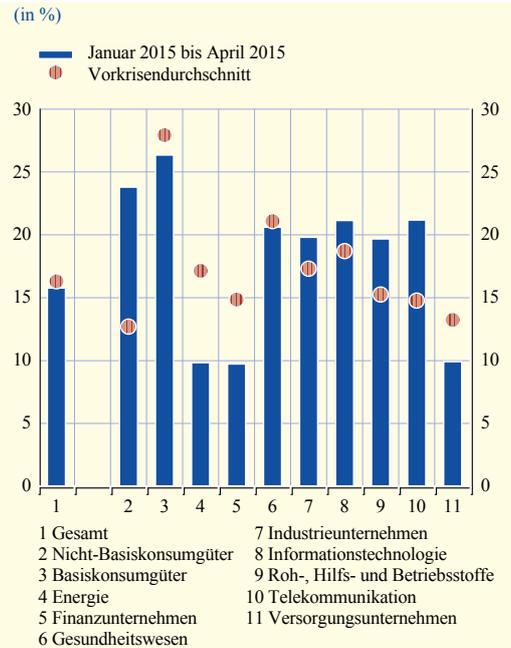
² In diesem Kasten wird g_S mit den Prognosen der I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System)-Analysten zum Gewinnwachstum pro Aktie in drei bis fünf Jahren („langfristig“) gleichgesetzt. Als risikoloser Zinssatz r wird der zehnjährige OIS-Satz verwendet. Aus dem aktuellen Niveau des Aktienkurses P und der Dividende D lässt sich anhand der Formel die Aktienrisikoprämie ERP berechnen.

Abbildung G Erwartete Aktienrendite im Euro-Währungsgebiet in mehr als zwei Jahren



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Daten zur Aktienrendite basieren auf den sektoralen Indizes von Morgan Stanley Capital International. Sie werden ermittelt als Quotient aus den Zeitreihen zum Kursgewinn und zum Kurs-Buchwert-Verhältnis. Der Vorkrisendurchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis Juni 2007.

Abbildung H Erwartete Aktienrendite in den Vereinigten Staaten in mehr als zwei Jahren



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Daten zur Aktienrendite basieren auf den sektoralen Indizes von Morgan Stanley Capital International. Sie werden ermittelt als Quotient aus den Zeitreihen zum Kursgewinn und zum Kurs-Buchwert-Verhältnis. Der Vorkrisendurchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis Juni 2007.

Gewinn-Verhältnis bewegt sich in den meisten Sektoren in der Nähe oder unterhalb der langfristigen Durchschnittswerte. Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet entwickeln sich nach wie vor schleppender als in den Vereinigten Staaten, weil die Gewinnerwartungen im Euroraum wegen Bedenken über die Aussichten für das Potenzialwachstum gedämpft bleiben.

Kasten 3

LIQUIDITÄTSBEDINGUNGEN UND GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE IN DER ZEIT VOM 28. JANUAR BIS ZUM 21. APRIL 2015

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der ersten und zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres erörtert, die vom 28. Januar bis zum 10. März bzw. vom 11. März bis zum 21. April 2015 dauerten.¹ Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen im Betrachtungszeitraum unverändert bei 0,05 %, 0,30 % bzw. -0,20 %.² Am 25. März 2015 wurde das dritte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft (GLRG) durchgeführt, bei dem 97,8 Mrd € zugeteilt wurden (nach 82,6 Mrd € beim ersten und 129,8 Mrd € beim zweiten GLRG).³ Außerdem begann das Eurosystem am 9. März im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) mit dem Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors. Das erweiterte APP setzt sich aus dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) zusammen.⁴

Liquiditätsbedarf

Im Berichtszeitraum sank der aggregierte tägliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (12. November 2014 bis 27. Januar 2015) um 23,5 Mrd € auf durchschnittlich 582,2 Mrd €. Ausschlaggebend hierfür war ein Rückgang der autonomen Faktoren, die sich im Schnitt auf 473,1 Mrd € beliefen.

Die Abnahme der autonomen Faktoren hing vor allem mit einem Anstieg der liquiditätszuführenden Faktoren zusammen. So stiegen beispielsweise die Nettoforderungen in Fremdwährung im Schnitt um 35,6 Mrd € auf 607,6 Mrd €, was in erster Linie den vierteljährlichen Neubewertungen der Portfolios geschuldet war, die aufgrund der Abwertung des Euro beträchtlich ausfielen. Die Entwicklung bei der Nettoposition in Fremdwährung wurde durch die Veränderungen bei den anderen autonomen Faktoren zum Teil wieder ausgeglichen.

Was die liquiditätsabsorbierenden Faktoren anbelangt, so verlangsamte sich der Rückgang der Einlagen der öffentlichen Haushalte, die mit durchschnittlich 66,1 Mrd € beziffert wurden, verglichen mit 68,3 Mrd € im vorherigen Beobachtungszeitraum. Seit der Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0,20 % im September vergangenen Jahres

- 1 Die Dauer einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode wurde mit Wirkung vom Januar 2015 verlängert und beträgt nunmehr in Anlehnung an die Termine der EZB-Ratssitzungen sechs Wochen. Siehe hierzu: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_1.de.html.
- 2 Die HRGs wurden weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Gleiches galt auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit einer Laufzeit von drei Monaten. Die Zinssätze für diese LRGs entsprachen dem durchschnittlichen Zinssatz der während der Laufzeit des Geschäfts durchgeführten HRGs.
- 3 Einzelheiten zu den ersten beiden GLRGs finden sich in: EZB, Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 13. August bis zum 11. November 2014, Kasten 2, Monatsbericht Dezember 2014 (abrufbar unter: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2014/2014_12_ezb_mb.pdf?__blob=publicationFile) sowie in: EZB, Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 12. November 2014 bis zum 27. Januar 2015, Kasten 2, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 2, März 2015 (abrufbar unter: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2015/2015_02_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile).
- 4 Einzelheiten zum erweiterten APP stehen auf der Website der EZB zur Verfügung (www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html).

sind die Einlagen öffentlicher Haushalte konstant rückläufig, da die Einführung des negativen Einlagesatzes sowie die Verabschiedung der neuen Leitlinie über die Verzinsung von staatlichen Einlagen⁵ dem Fiskus einen Anreiz zur Reduzierung seiner Bargeldbestände bietet. Dieser Trend wurde jedoch in der zweiten Erfüllungsperiode 2015 umgekehrt, als die Einlagen der öffentlichen Haushalte aufgrund des anhaltenden Rückgangs der Marktsätze und des damit verbundenen Wegfalls alternativer Platzierungsmöglichkeiten anstiegen. Der Banknotenumlauf erhöhte sich im Schnitt um 14,5 Mrd €. Grund hierfür war die über Ostern wie üblich stärkere Nachfrage nach Banknoten, doch spielten auch länderspezifische Faktoren eine Rolle.

Die Volatilität der autonomen Faktoren nahm im Betrachtungszeitraum weiter zu. Das hing vor allem mit dem Umschwung bei den Nettoforderungen in Fremdwährung aufgrund der vierteljährlichen Neubewertung von Fremdwährungspositionen zusammen, aber auch mit Veränderungen der Nettoforderungen in Euro, die auf eine höhere Volatilität von Einlagen Gebietsfremder beim Eurosystem zurückzuführen waren. Unterdessen ging die Volatilität der Banknotennachfrage im Vergleich zur letzten Berichtsperiode, als die weihnachtsbedingte Banknotennachfrage zeitweise für Schwankungen gesorgt hatte, zurück.

Die wöchentlichen Schätzungen der autonomen Faktoren wiesen im Berichtszeitraum einen geringeren durchschnittlichen absoluten Fehler auf (5,4 Mrd € nach 8,7 Mrd €). Dies war vor allem auf niedrigere Prognosefehler bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte zurückzuführen. Allerdings war es in Anbetracht der zunehmend negativen kurzfristigen Geldmarktzinsen und der gestiegenen Überschussliquidität weiterhin schwierig, die Anlageaktivitäten der Schatzämter vorherzusehen.

Liquiditätsbereitstellung

Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (Tenderoperation und Outright-Käufe) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 13,3 Mrd € auf 771,9 Mrd €. Grund dafür war, dass der durchschnittliche Anstieg der Outright-Portfolios (der sich auf 48,6 Mrd € belief) den durchschnittlichen Rückgang der Mittelaufnahme durch Tendergeschäfte (dieser betrug 35,3 Mrd €) übertraf.

Über Tendergeschäfte wurden im Schnitt 511,2 Mrd € zugeteilt, verglichen mit 546,5 Mrd € im vorangegangenen Beobachtungszeitraum. Dieser Rückgang war im Wesentlichen die Folge der vorzeitigen Rückzahlung und schließlich der Fälligkeit der im Rahmen der beiden Dreijahrestender aufgenommenen Mittel. In der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode ergab sich so eine Liquiditätsabschöpfung von 182,0 Mrd €. Jedoch wurde ein kleiner Teil dieses Betrags durch die regelmäßigen liquiditätszuführenden Geschäfte (HRG und dreimonatige LRGs) ausgeglichen. Das im März zugeteilte GLRG versorgte das Bankensystem mit Liquidität in Höhe von 97,8 Mrd €.

Darüber hinaus erhöhte sich aufgrund der Umsetzung des erweiterten APP die über geldpolitische Wertpapierankäufe zugeführte Liquidität um durchschnittlich 48,6 Mrd €. Dabei machte der Anstieg der durchschnittlichen Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit den dem erweiterten APP zugrunde liegenden Programmen PSPP, CBPP3 und ABSPP

⁵ Abrufbar unter: www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_de_txt.pdf.

(22,0 Mrd €, 30,4 Mrd € bzw. 2,7 Mrd €) den Rückgang mehr als wett, der sich durch die Fälligkeit einiger Anleihen im Portfolio des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) und der ersten beiden CBPPs ergab.

Liquiditätslage im Eurosystem

	28. Januar - 21. April 2015		12. November 2014 - 27. Januar 2015		Zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode	
Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 601,6	(+4,5)	1 597,1	1 627,1	(+51,1)	1 576,0	(-27,6)	
Banknotenumlauf	1 010,7	(+14,5)	996,2	1 015,9	(+10,6)	1 005,4	(-0,2)	
Einlagen öffentlicher Haushalte	66,1	(-2,1)	68,3	70,2	(+8,0)	62,1	(-4,2)	
Sonstige autonome Faktoren	524,8	(-7,9)	532,6	541,0	(+32,5)	508,5	(-23,2)	
Geldpolitische Instrumente								
Guthaben auf Girokonten	243,6	(+25,8)	217,8	261,8	(+36,5)	225,3	(-10,9)	
Mindestreserve-Soll	109,1	(+0,9)	106,3	110,6	(+3,0)	107,5	(+1,3)	
Einlagefazilität	55,5	(+13,6)	41,9	68,6	(+26,2)	42,4	(-7,9)	
Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 128,7	(+30,7)	1 098,0	1 162,2	(+66,9)	1 095,3	(-3,4)	
Nettoforderungen in Fremdwährung	607,6	(+35,6)	572,0	625,9	(+36,7)	589,2	(+12,8)	
Nettoforderungen in Euro	521,1	(-4,8)	526,0	536,3	(+30,2)	506,0	(-16,1)	
Geldpolitische Instrumente								
Offenmarktgeschäfte	771,9	(+13,3)	758,6	795,6	(+47,3)	748,3	(-43,0)	
Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte	511,2	(-35,3)	546,5	505,0	(-12,6)	517,5	(-55,9)	
HRGs	130,7	(+17,4)	113,3	118,9	(-23,7)	142,6	(+23,6)	
LRGs mit Sonderlaufzeit	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Dreimonatige LRGs	96,9	(+53,5)	43,4	108,4	(+23,1)	85,3	(+36,3)	
Dreijährige LRGs	38,6	(-197,8)	236,4	0,0	(-77,2)	77,2	(-134,3)	
Gezielte LRGs (GLRGs)	245,1	(+91,6)	153,4	277,7	(+65,2)	212,4	(+18,5)	
Liquiditätsbereitstellung über Outright-Geschäfte	260,7	(+48,6)	212,1	290,6	(+59,8)	230,8	(+12,9)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	26,5	(-2,6)	29,0	26,0	(-1,0)	27,0	(-1,8)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 2 (CBPP2)	11,9	(-0,9)	12,8	11,5	(-0,8)	12,3	(-0,5)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 3 (CBPP3)	55,4	(+30,4)	25,0	63,6	(+16,3)	47,2	(+16,7)	
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	141,1	(-3,0)	144,1	140,8	(-0,5)	141,3	(-2,8)	
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	3,8	(+2,7)	1,2	4,7	(+1,7)	3,0	(+1,3)	
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	22,0	(+22,0)	0,0	44,0	(+44,0)	0,0	(+0,0)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	(-0,1)	0,4	0,2	(-0,2)	0,4	(-0,1)	
Sonstige Angaben zur Liquiditätslage (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Aggregierter Liquiditätsbedarf	582,2	(-23,5)	605,7	575,8	(-12,8)	588,6	(-23,0)	
Autonome Faktoren	473,1	(-26,3)	499,4	465,2	(-15,7)	481,0	(-24,3)	
Überschussliquidität	181,6	(+28,7)	153,0	209,4	(+49,7)	159,8	(-20,0)	
Zinsentwicklung (in %)								
HRGs	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Einlagefazilität	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
EONIA (Durchschnitt)	-0,045	(-0,014)	-0,031	-0,061	(-0,033)	-0,029	(+0,019)	

Quelle: EZB

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

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität stieg um 28,7 Mrd € und betrug im betrachteten Zeitraum durchschnittlich 181,6 Mrd €, wobei deutliche Unterschiede zwischen den beiden Erfüllungsperioden bestanden. In der ersten sank die Überschussliquidität auf im Schnitt 159,8 Mrd €, was hauptsächlich auf die Fälligkeit der beiden LRGs mit dreijähriger Laufzeit zurückzuführen war, und schwankte dabei zwischen 139,2 Mrd € und 198,4 Mrd €. In der zweiten hingegen erhöhte sich die Überschussliquidität – vor allem aufgrund der Abwicklung des dritten GLRG und der Anleihekäufe im Rahmen des erweiterten APP – deutlich auf durchschnittlich 209,4 Mrd €. Dabei bewegte sie sich zwischen 150,6 Mrd € und 273,2 Mrd €.

Aufgrund der höheren Überschussliquidität war ein merklicher Anstieg der Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem zu verzeichnen, die sich im Vergleich zum vorangegangenen Berichtszeitraum um 25,8 Mrd € auf im Schnitt 243,6 Mrd € erhöhten. Auch die Einlagefazilität wurde erneut stärker in Anspruch genommen, und zwar mit durchschnittlich 55,5 Mrd € nach 41,9 Mrd €. Indessen nahm die relative Inanspruchnahme der Einlagefazilität marginal auf 29 % der Überschussreserven⁶ zu, verglichen mit durchschnittlich 27 % in der vorherigen Berichtsperiode.

Zinsentwicklung

Der EONIA notierte in der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode im Durchschnitt bei -2,9 Basispunkten und in der zweiten bei durchschnittlich -6,1 Basispunkten. Dieser Rückgang spiegelte das anhaltende Durchwirken der Leitzinssenkung vom September 2014 auf die Kurzfristzinsen, die allmähliche Zunahme der Überschussliquidität sowie die wachsende Akzeptanz für eine Weitergabe des negativen Einlagesatzes an die Einlagenbasis wider.

⁶ Durchschnittliche Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen.

Kasten 4

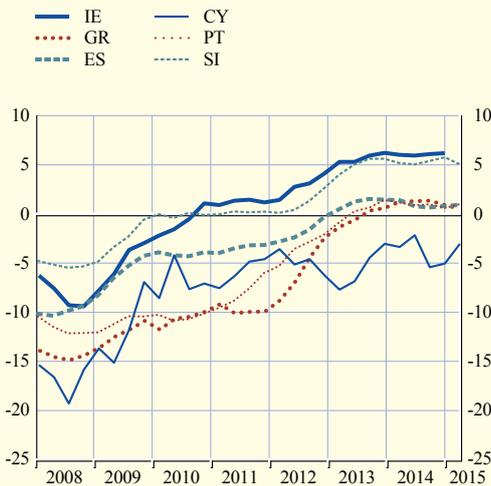
JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER LEISTUNGSBILANZ IN DEN EURO-LÄNDERN MIT ERHEBLICHEM DEFIZIT VOR DER KRISE

In einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets vollzieht sich ein außenwirtschaftlicher Anpassungsprozess. In den Jahren vor der globalen Finanzkrise wiesen Irland, Griechenland, Spanien, Zypern, Portugal und Slowenien besonders hohe Leistungsbilanzdefizite auf.¹ Von 2008 bis 2013 kam es in diesen Ländern zu deutlichen Korrekturen des Leistungsbilanzsaldos, sodass sich das Defizit zumeist in einen Überschuss umwandelte. Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der Leistungsbilanz in dieser Ländergruppe näher beleuchtet.²

Im Jahr 2014 kam die Leistungsbilanzkorrektur in den Ländern des Euroraums, die vor der Krise erhebliche Defizite verzeichnet hatten, zum Stillstand und kehrte sich in einigen Fällen sogar leicht um (siehe Abbildung A). In Irland, Griechenland und Slowenien blieb die Leistungsbilanz 2014 weitgehend unverändert gegenüber dem Vorjahr. In Spanien und Portugal verschlechterte sie sich geringfügig, und zwar um 0,6 bzw. 0,8 Prozentpunkte des BIP. Eine deutlichere Verschlechterung um 2,0 Prozentpunkte des BIP war in Zypern zu beobachten, wobei diese Entwicklung im ersten Quartal 2015 teilweise wieder rückgängig gemacht wurde.

Abbildung A Leistungsbilanzsaldo

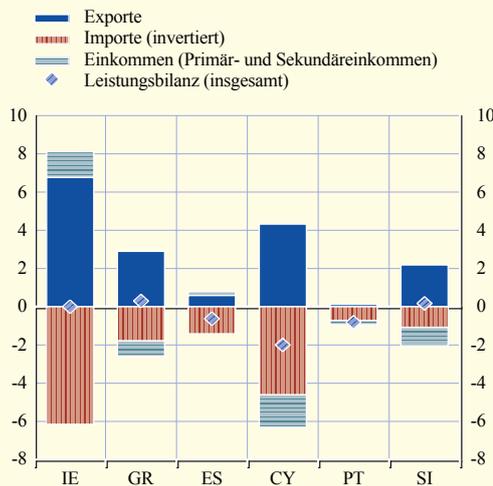
(in % des BIP, Vierquartalsdurchschnitt)



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015 bzw. für Irland auf das vierte Quartal 2014.

Abbildung B Aufschlüsselung der Veränderung des Leistungsbilanzsaldos in Relation zum BIP von 2013 bis 2014

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Ein negativer Beitrag der Importe zeigt einen Anstieg der Importe in Relation zum BIP an.

1 Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Ländern, die im Jahr 2008 ein Leistungsbilanzdefizit von mehr als 4 % des BIP verzeichneten und den Euro zu diesem Zeitpunkt bereits eingeführt hatten. Zu dieser Gruppe kommt noch Zypern hinzu, da das Land Finanzhilfen von EU und IWF erhielt.
2 Eine Erörterung der ersten Jahre nach der Krise findet sich in: EZB, Anpassung der Leistungsbilanzen im Euro-Währungsgebiet: Fortschritte im Jahr 2012, Kasten 8, Monatsbericht Juli 2013, sowie EZB, Leistungsbilanzentwicklung in den finanziell angeschlagenen Ländern des Euro-Währungsgebiets: Inwieweit war die Anpassung konjunktureller bzw. struktureller Natur?, Kasten 5, Monatsbericht Januar 2014.

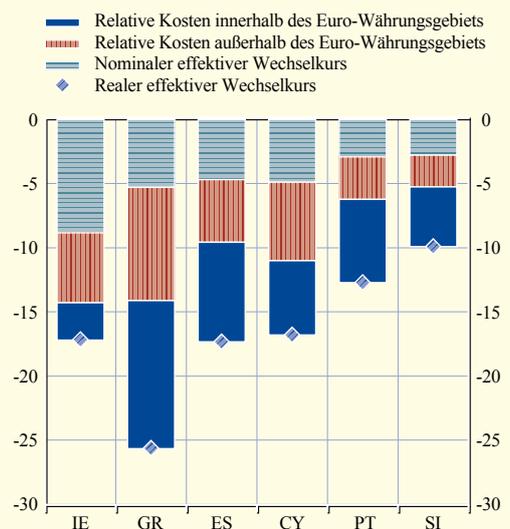
Mit Ausnahme Zyperns verbuchen alle betrachteten Länder nach wie vor Leistungsbilanzüberschüsse. Die von 2008 bis 2013 verzeichneten Leistungsbilanzverbesserungen in den vor der Krise von hohen Defiziten betroffenen Ländern haben damit überwiegend weiterhin Bestand.

Die aktuelle Entwicklung der Leistungsbilanz spiegelt in erster Linie eine nachfrageinduzierte Erholung der Importe wider, die der anhaltenden Exportzunahme gegenübersteht. Im Jahr 2014 stiegen die Ausfuhren in den meisten Ländern, vor allem in Irland, vor dem Hintergrund einer anziehenden Auslandsnachfrage an (siehe Abbildung B). Die Einfuhren erholten sich indes ebenfalls von ihrer ausgedehnten Schwächeperiode, was unter anderem auf eine allmähliche Belebung der Inlandsnachfrage zurückzuführen war. In Zypern, Griechenland, Slowenien und – in geringerem Maße – in Portugal spielte auch eine Verschlechterung des kombinierten Primär- und Sekundäreinkommens eine Rolle.³ Ausschlaggebend hierfür waren in Zypern ein aufkommendes Defizit bei den Vermögenseinkommen aus Direktinvestitionen, in Griechenland eine Verringerung des Sekundäreinkommens und in Slowenien eine allgemeine Ausweitung des Defizits bei den Vermögenseinkommen.

Im Zeitraum von 2009 bis 2014 wurde der von der Stabilisierung der Inlandsnachfrage ausgehende Abwärtsdruck auf die Leistungsbilanz durch nachhaltige Verbesserungen der relativen Preise und Kosten sowie durch rückläufige Ölpreise teilweise ausgeglichen. Gegenüber 2009 (als der nominale effektive Wechselkurs des Euro seinen Höchststand erreichte) gaben die realen effektiven Wechselkurse, die sich nach Deflationierung mit den Lohnstückkosten ergeben, in den vor der Krise von hohen Leistungsbilanzdefiziten betroffenen Ländern um 10 % bis 30 % nach (siehe Abbildung C). Im Fall Irlands ist die reale Abwertung seit 2009 zum Großteil dem Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses zuzuschreiben, in den anderen Ländern waren hierfür in erster Linie Anpassungen der Lohnstückkosten gegenüber den anderen Staaten des Euroraums sowie der übrigen Welt verantwortlich. Mit Ausnahme Sloweniens konnten alle betroffenen Länder den Verlust der Kostenwettbewerbsfähigkeit – gemessen am realen effektiven Wechselkurs (nach Deflationierung mit den Lohnstückkosten) gegenüber dem Eurogebiet im Zeitraum von 1999 bis zum Ausbruch der Krise – inzwischen weitgehend wettmachen. Die Weitergabe der Lohnstückkosten an die Erzeuger- und die Ausführpreise ist jedoch unter anderem aufgrund von weiterhin bestehenden Wettbewerbsbeschränkungen an den Gütermärkten und Erhöhungen der indirekten Steuern nach wie vor unvollständig.

Abbildung C Aufschlüsselung der Veränderung des realen effektiven Wechselkurses von 2009 bis 2014

(in %; in Prozentpunkten)

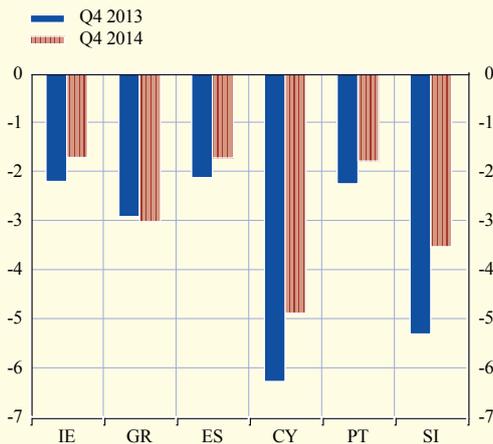


Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den mit den Lohnstückkosten deflationierten realen effektiven Wechselkurs gegenüber den anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets und der EWK-20-Gruppe. Ein Rückgang des realen effektiven Wechselkurses entspricht einer Verbesserung der Kostenwettbewerbsfähigkeit.

3 Das Primäreinkommen umfasst im Wesentlichen das Vermögenseinkommen und das Erwerbseinkommen. Das Sekundäreinkommen weist die laufenden Übertragungen wie etwa Transfers aus dem EU-Gemeinschaftshaushalt aus.

Abbildung D Ölhandelsbilanz

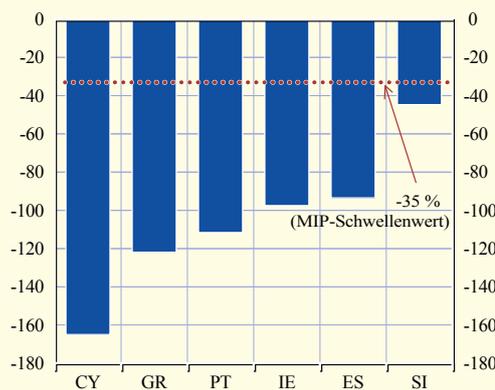
(in % des BIP)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Internationale Warenverzeichnis für den Außenhandel (Standard International Trade Classification – SITC), Abschnitt 33 „Erdöl, Erdölserzeugnisse und verwandte Waren“.

Abbildung E Netto-Auslandsvermögensstatus im Jahr 2014

(in % des BIP)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die waagerechte Linie entspricht dem indikativen Schwellenwert von 35 % des BIP im Rahmen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP).

Im Jahr 2014 wurden die Leistungsbilanzsalden der Länder mit hohen Vorkrisendefiziten zusätzlich durch den Ölpreisrückgang gestützt. Niedrigere Ölpreise verringern tendenziell die Ölrechnung und wirken somit dem strukturellen Defizit im Handel mit Mineralölserzeugnissen entgegen. Zwischen dem Schlussquartal 2013 und dem letzten Jahresviertel 2014 verbesserte sich die negative Ölhandelsbilanz in allen Ländern außer Griechenland erheblich (siehe Abbildung D), wobei die Preiseffekte der Ölverbilligung teilweise durch höhere reale Importe von Mineralölprodukten infolge einer anziehenden Inlandsnachfrage ausgeglichen wurden.⁴ Die Verbesserungen der Ölhandelsbilanz waren in Zypern und Slowenien besonders ausgeprägt (rund 1,5 bis 2,0 Prozentpunkte des BIP), aber auch in Irland, Spanien und Portugal mit rund 0,4 bis 0,5 Prozentpunkten durchaus beachtlich. In den letztgenannten Ländern wurden die positiven Effekte des Ölpreisverfalls auf die Leistungsbilanz teilweise durch einen nachfragebedingten Anstieg des Importvolumens von Öl und Mineralölserzeugnissen aufgezehrt.

Große und dauerhafte Bestandsungleichgewichte erfordern eine nachhaltige außenwirtschaftliche Anpassung. Trotz der in den vergangenen Jahren erfolgten Anpassung der Handelsströme weisen die Länder, die im Vorfeld der Krise erhebliche Leistungsbilanzdefizite verzeichnet hatten, nach wie vor Nettoauslandsverbindlichkeiten von deutlich über 35 % des BIP auf. Dieser Schwellenwert von 35 % wird im Rahmen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht verwendet, um potenzielle außenwirtschaftliche Bestandsungleichgewichte anzuzeigen, welche die Anfälligkeit gegenüber zukünftigen Schocks erhöhen. In den meisten der betrachteten Länder belaufen sich die Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland sogar auf über oder annähernd 100 % des BIP (siehe Abbildung E). Um diese Bestandsungleichgewichte abzubauen, ist auf mittlere Sicht eine Kombination aus anhaltenden Leistungsbilanzverbesserungen und robustem Wachstum des nominalen BIP erforderlich.

⁴ Griechenland und in geringerem Umfang auch Portugal verfügen über Erdölraffinerien und sind daher gleichzeitig Importeur und Exporteur von Öl und damit verbundenen Produkten wie etwa leichtem Erdöl.

ÜBERWACHUNG DES DURCHWIRKENS DER WECHSELKURSENTWICKLUNG AUF DIE HVPI-INFLATION

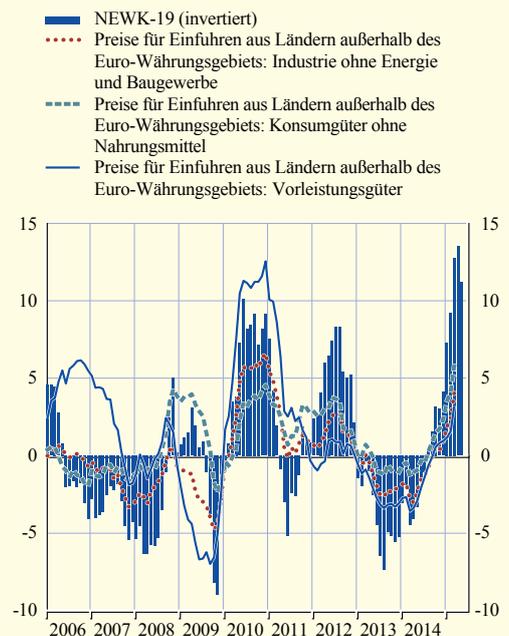
Die Kursverluste des Euro seit Mitte 2014 bestimmen in hohem Maße die Aussichten für die Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet. In nominaler effektiver Rechnung war der Wechselkurs im Mai 2015 rund 10 % niedriger als im Dezember 2014 und lag etwa 15 % unter dem Stand vom März 2014, als er in der vorangegangenen Aufwertungsphase seinen höchsten Stand erreicht hatte. Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der Einfuhr- und der Erzeugerpreise als Teil einer in der Regel verzögerten und unvollständigen Übertragung der Wechselkursentwicklung auf die Endverbraucherpreise betrachtet.

Veränderungen des Wechselkurses können sich über zahlreiche Kanäle auf die HVPI-Inflation auswirken. In der jüngsten Abwertungsphase des Euro ist zunächst der direkte Einfluss auf den HVPI über den Einzelhandel zu nennen, da die Endpreise importierter Konsumgüter steigen. Der zweite – ein indirekter – Kanal spiegelt höhere Kosten aufgrund teurerer Vorleistungsimpporte wider, die über die verschiedenen Stufen der inländischen Produktion von Vorleistungsgütern und Endprodukten weitergegeben werden. Der dritte – ebenfalls indirekte – Kanal wirkt über jenen Preisdruck, der letztlich aus dem stimulierenden Einfluss einer schwächeren Währung auf Konjunktur und Einkommen erwächst.

In den vergangenen Monaten zogen die Einfuhrpreise sowohl für Konsum- als auch für Vorleistungsgüter kräftig an. Die Jahresänderungsrate der Preise für aus Ländern außerhalb des Euroraums importierte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel belief sich im März 2015 auf 5,8 % (siehe Abbildung A). Diese Zunahme war wesentlich stärker als jene der Preise für Einfuhren aus den Euro-Ländern. Da sich der Anstieg der Verkaufspreise weltweit in den letzten Monaten tendenziell verringert hat, legen solche Vergleiche die Vermutung nahe, dass die Aufwärtsbewegung der Preise für aus Ländern außerhalb des Euroraums eingeführte Güter überwiegend dem kräftigen Aufwärtsdruck der seit Frühjahr 2014 zu verzeichnenden Euro-Abwertung zuzuschreiben war. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter hat sich seit Frühjahr 2014 ebenfalls deutlich erhöht. Auch dies dürfte ein Indiz für einen starken Einfluss des Wechselkurses sein, da die Preise für Öl und sonstige Rohstoffe, die bei der Herstellung von Vorleistungsgütern eine wichtige Rolle spielen, seither tendenziell rückläufig sind.

Abbildung A Einfuhrpreise für Vorleistungs- und Konsumgüter

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich beim nominalen effektiven Wechselkurs auf Mai 2015 und bei den Einfuhrpreisen auf März 2015.

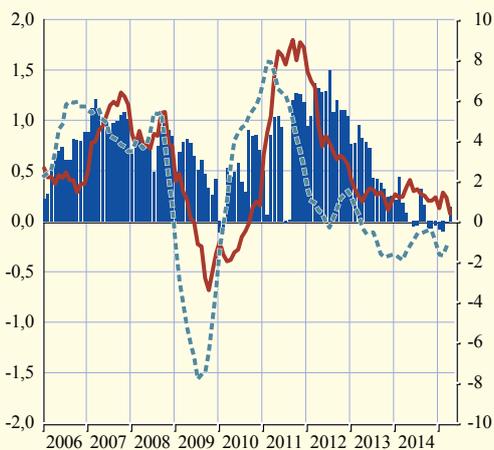
Bei den industriellen Erzeugerpreisen im Inlandsabsatz sind hingegen noch keine Anzeichen für eine spürbare Erholung erkennbar (siehe Abbildung B). Die Erzeugerpreise hängen nicht nur von den Preisen für importierte Vorleistungen, sondern auch von der Entwicklung der binnenwirtschaftlichen Arbeitskosten und nicht arbeitsbezogenen Kosten ab. Entscheidend ist darüber hinaus, inwieweit die Unternehmen ihre Margen an die Kostenentwicklung anpassen. Dabei nimmt die Bedeutung der ausländischen Vorleistungen entlang der Produktionskette tendenziell ab. Folglich wirken sich Preisänderungen bei importierten Vorleistungen der Tendenz nach relativ stark auf die Erzeugerpreise in der Vorleistungsgüterindustrie aus, während dieser Einfluss in der Konsumgüterindustrie eher zeitverzögert und verhalten ist.¹ Die nach wie vor gedämpfte Entwicklung der Erzeugerpreise von Konsumgütern im Inlandsabsatz steht damit zunächst im Einklang mit der üblichen Übertragung der Wechselkursentwicklung, die in den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Preiskette eingesetzt hat.

Die Effekte der Wechselkursentwicklung auf die HVPI-Inflation dürften sich in den kommenden Quartalen stärker bemerkbar machen. Der modellbasierten Evidenz zufolge können sich Wechselkursänderungen mit einer Verzögerung von mehreren Quartalen auf die HVPI-Inflation auswirken. Dies entspricht dem Zeitraum, den es dauert, bis sich Importpreisänderungen in den verschiedenen Stufen der Produktions- und Preiskette niederschlagen und sich ein binnenwirtschaftlicher Preisdruck aufgrund von Wechselkurs- und Einkommenseffekten aufbaut.

Abbildung B Erzeugerpreise für Vorleistungs- und Konsumgüter

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- HVPI-Komponente Industrieerzeugnisse ohne Energie (linke Skala)
- Erzeugerpreisindex – Konsumgüter ohne Nahrungsmittel (linke Skala)
- Erzeugerpreisindex – Vorleistungsgüter (rechte Skala)

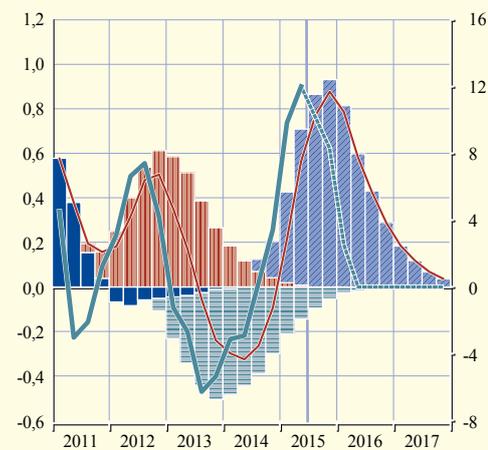


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf April 2015 (bei den im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie auf Mai 2015).

Abbildung C Durchwirken der Wechselkursentwicklung auf die HVPI-Inflation

(in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Frühere Wechselkurseffekte (linke Skala)
- Abwertung Q3 2011 bis Q3 2012 (linke Skala)
- Aufwertung Q4 2012 bis Q1 2014 (linke Skala)
- Abwertung Q2 2014 bis Q2 2015 (linke Skala)
- Auswirkungen insgesamt (linke Skala)
- NEWK-19 (invertiert, rechte Skala)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf einer aktualisierten Version des im Working Paper Nr. 243 der EZB beschriebenen Modells. Die letzten Angaben beziehen sich beim nominalen effektiven Wechselkurs auf das zweite Quartal 2015. Für den NEWK wird angenommen, dass er bis 2017 auf diesem Niveau bleiben wird.

¹ Siehe E. Hahn, The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 796, August 2007.

Zudem dürfte es sich Schätzungen zufolge nur bei rund 15 % der im Warenkorb des HVPI enthaltenen Industrieerzeugnisse (ohne Energie) um direkt importierte Konsumgüter handeln. Aufgrund der verzögerten Übertragung der Wechselkursänderungen ist es möglich, dass sich deren aufwärts- und abwärtsgerichtete Einflüsse überlagern. So überschneiden sich beispielsweise die Auswirkungen der jüngsten Euro-Abwertung und die verzögerten disinflationären Effekte der von Ende 2012 bis zum Frühjahr 2014 verzeichneten Aufwertung des Euro. Sollte es nicht zu weiteren Wechselkursänderungen kommen, entfaltet der jüngste Kursverlust des Euro seinen größten Einfluss auf die Inflation daher möglicherweise erst Ende 2015 (siehe Abbildung C).²

Das Durchwirken der Euro-Abwertung kommt im starken Preisanstieg bei Importgütern deutlich zum Ausdruck. Entsprechend der üblicherweise verzögerten Weitergabe von Wechselkursänderungen dürften die Auswirkungen auf die Erzeuger- und die Verbraucherpreise erst in den kommenden Quartalen stärker zum Tragen kommen. Mit Blick auf die endgültige Übertragung auf die Verbraucherpreise ist eine Verzögerung oder Abschwächung dieses Einflusses ein übliches Phänomen in der Produktions- und Preiskette.

² Siehe E. Hahn, Pass-through of external shocks to euro area inflation, Working Paper Series der EZB, Nr. 243, Juli 2003. Die in Abbildung C verwendeten Impuls-Antwort-Funktionen basieren auf einer aktualisierten Version des in der genannten Studie dargestellten Modells. Die Reaktionen sind hinsichtlich Größenordnung und Zeitprofil mit jenen anderer Modelle vergleichbar. Es gilt jedoch zu beachten, dass die Übertragung zu jedem Zeitpunkt je nach Art der Ursache für die Wechselkursänderung von den durchschnittlichen Elastizitäten abweichen kann.

Kasten 6

FINANZIERUNG DER NICHTFINANZIELLEN KAPITALGESELLSCHAFTEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET ÜBER NICHTBANKEN WÄHREND DER KRISE

Durch die Finanzkrise sind Bedenken aufgekommen, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet bei ihrer Außenfinanzierung zu stark vom Bankensektor abhängig sein könnten. Dies gilt insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sowie größere KMUs (Mid Caps), die in der Regel kaum direkten Zugang zu den Kapitalmärkten haben und neben der Eigenkapitalfinanzierung sowie den anderen Finanzierungsquellen aus dem Nichtbankenbereich auf eine effektive Finanzierung durch Banken angewiesen sind. Dadurch sind sie den Schwächen im Gefolge der Krise und dem notwendigen Schuldenabbau der EU-Banken stärker ausgesetzt. Im vorliegenden Kasten wird die Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Allgemeinen untersucht sowie ein Vergleich der KMUs und Mid Caps mit großen Unternehmen im Krisenzeitraum von 2009 bis 2014 vorgenommen. Als Grundlage dienen hierbei die Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“ – SAFE)¹, die von der Europäischen Zentralbank und der Europäischen Kommission durchgeführt wird. Der Kasten zeigt, dass „kreditbeschränkte Unternehmen“ – also solche, die bei der Befragung angaben, nur über einen eingeschränkten Zugang zu Bankkrediten zu verfügen – im Krisenzeitraum tendenziell häufiger auf eine Finanzierung über Nichtbanken (z. B. Handelskredite, Leasing) umstiegen als Unternehmen ohne Kreditbeschränkungen. Dabei schienen die Unternehmen in den am stärksten von der Krise in Mitleidenschaft gezogenen Ländern mehr Schwierigkeiten zu haben, auf solche alternativen Finanzierungsquellen umzusteigen.

Anhand der SAFE-Daten lässt sich der anteilmäßige Zugang der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften unterschiedlicher Größenordnungen im Euroraum zu den verschiedenen Finanzierungsinstrumenten berechnen (siehe Tabelle). Die an der Erhebung teilnehmenden Unternehmen werden gefragt, ob sie in den letzten sechs Monaten bestimmte Finanzierungs-

Tabelle Nutzung von Finanzierungsinstrumenten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(durchschnittlicher prozentualer Anteil an der Gesamtstichprobe im Zeitraum von 2009 bis 2014)

	Kleinstunternehmen	Kleine Unternehmen	Mittlere Unternehmen	Große Unternehmen
Einbehaltene Gewinne	24	30	38	46
Zuschüsse/subventionierte Kredite	12	16	20	22
Überziehungskredite von Banken	38	43	40	42
Bankdarlehen	28	39	43	48
Handelskredite	26	30	35	38
Sonstige Ausleihungen	9	12	19	28
Leasing	19	40	50	56
Schuldverschreibungen	1	1	1	4
Mezzanine-Finanzierung	1	2	4	6
Eigenkapitalfinanzierung	4	6	8	9

Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln.
Anmerkung: Die Firmengröße wird anhand der Beschäftigtenzahl definiert (Kleinstunternehmen haben 1-9 Mitarbeiter, kleine Unternehmen 10-49 Mitarbeiter, mittlere Unternehmen 50-249 Mitarbeiter und große Unternehmen ab 250 Mitarbeiter). Bei „sonstigen Ausleihungen“ handelt es sich um Darlehen (ohne Handelskredite) von verbundenen Unternehmen oder Anteilseignern, Familienangehörigen oder Freunden. „Zuschüsse/subventionierte Kredite“ umfassen Finanzhilfen, die von öffentlichen Stellen z. B. in Form von Garantien oder zinsverbilligten Krediten gewährt werden. „Überziehungskredite von Banken“ beinhalten Kreditlinien und Kreditkarten-Überziehungskredite. „Mezzanine-Finanzierung“ bezieht sich auf Nachrangdarlehen, Beteiligungskredite oder ähnliche Finanzierungsinstrumente.

1 Die SAFE ist abrufbar unter www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html.

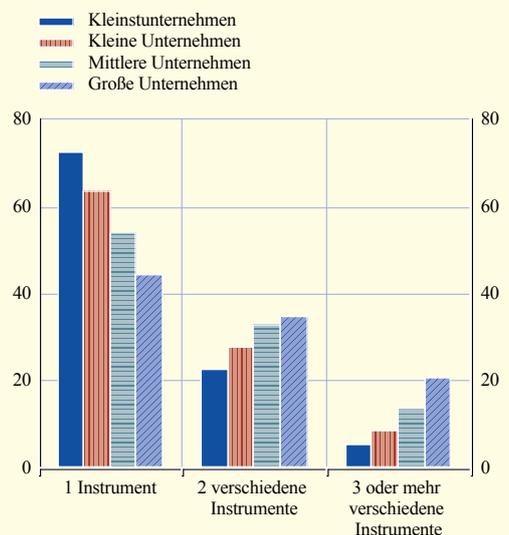
instrumente in Anspruch genommen haben oder nicht.² Zu diesen Instrumenten gehören interne Quellen (einbehaltene Gewinne), Zuschüsse/subventionierte Bankkredite, Bankenfinanzierung (Kreditlinien, Überziehungskredite, Kreditkarten und Darlehen) sowie unterschiedliche Instrumente der Außenfinanzierung über Nichtbanken wie z. B. Handelskredite, sonstige Ausleihungen (auf informeller Basis oder von einem verbundenen Unternehmen), Leasing, emittierte Schuldtitel, Mezzanine-Finanzierung und Eigenkapitalfinanzierung.

Bankbasierte Instrumente wie Zuschüsse/subventionierte Kredite, Überziehungskredite und Darlehen werden häufiger verwendet als marktbasierende Finanzierungsmöglichkeiten wie Schuldverschreibungen, Mezzanine-Finanzierung und Eigenkapitalfinanzierung. Auch einbehaltene Gewinne werden zur Finanzierung genutzt, allen voran von großen Unternehmen (siehe Tabelle). Während Leasing anscheinend – zumindest für mittlere und große Unternehmen – das am häufigsten verwendete Instrument darstellt, ist es volumenmäßig und für die Finanzierung von Neuanschaffungen nicht zwangsläufig auch das bedeutendste. Bei den meisten Instrumenten ist ein deutliches Muster zu erkennen: Der prozentuale Anteil der Nutzung nimmt mit der Unternehmensgröße zu. Hier bestätigt sich, dass große Firmen gewöhnlich einen besseren und stärker diversifizierten Zugang zu den unterschiedlichen Finanzierungsquellen haben. Interessant ist auch, dass Kleinstunternehmen und kleine Firmen von sämtlichen Außenfinanzierungsmöglichkeiten am stärksten kurzfristige Bankinstrumente wie Kreditlinien, Überziehungskredite und Kreditkarten bevorzugen, gefolgt von Bankdarlehen, Handelskrediten und Leasing, während mittlere und große Unternehmen öfter auf Leasing zurückgreifen, gefolgt von Bankdarlehen (langfristig und kurzfristig) und Handelskrediten.

Der Anteil der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die mehr als eine Außenfinanzierungsquelle aus dem Nichtbankensektor in Anspruch nehmen, erhöht sich mit der Größe des Unternehmens. Von allen Firmen, die sich extern über Nichtbanken finanzieren, nutzten 57 % nur eine Finanzierungsquelle und der Rest mindestens zwei Quellen. 72 % der Kleinstunternehmen, 64 % der kleinen und 54 % der mittleren Unternehmen verwendeten im Wesentlichen nur ein einziges Nichtbank-Finanzierungsinstrument (siehe Abbildung A). Indessen griffen mehr als die Hälfte der großen Unternehmen (56 %) auf mindestens zwei Finanzierungsquellen des Nichtbankensektors zurück. Die Differenzierung nimmt mit der Größe zu: So gaben 13 % der mittleren und

Abbildung A Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften über Nichtbanken – Inanspruchnahme verschiedener Instrumente

(prozentualer Anteil der Antworten an der Gesamtstichprobe im Zeitraum von 2009 bis 2014)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln.
Anmerkung: Die Firmengröße wird anhand der Beschäftigtenzahl definiert (Kleinstunternehmen haben 1-9 Mitarbeiter, kleine Unternehmen 10-49 Mitarbeiter, mittlere Unternehmen 50-249 Mitarbeiter und große Unternehmen ab 250 Mitarbeiter). Außenfinanzierungsinstrumente von Nichtbanken sind Handelskredite, sonstige Ausleihungen, Leasing, Schuldverschreibungen, Mezzanine-Finanzierung und Eigenkapitalfinanzierung.

² Eine frühere Analyse anhand von SAFE-Informationen findet sich im Beitrag von C. O' Toole, „SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage?“ im Rahmen des EZB-Workshops „SMEs' access to finance: the role of financial and non-financial intermediaries and capital markets“ am 11. Dezember 2014.

21 % der großen Unternehmen an, gleichzeitig drei oder mehr Möglichkeiten der Nichtbankfinanzierung zu nutzen, während sich dieser Anteil bei kleinen Firmen und Kleinstunternehmen auf lediglich 9 % bzw. 5 % beläuft.

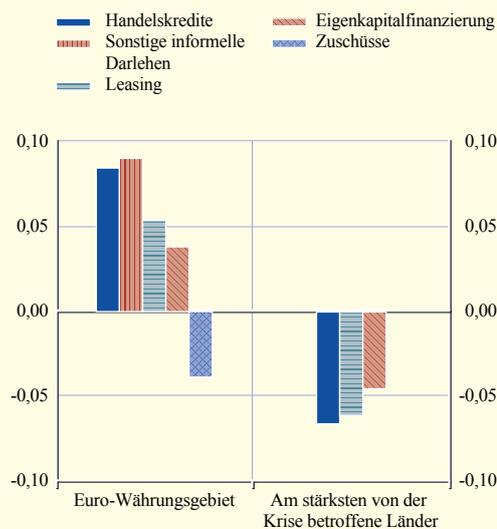
Eine ökonometrische Analyse liefert zusätzliche Informationen zur Nutzung externer Finanzierungsquellen aus dem Nichtbankensektor während der Krise.

Um die Bestimmungsgrößen für die Inanspruchnahme nichtbankbasierter Finanzierungsmöglichkeiten zu untersuchen, wird eine Dummy-Variable auf eine Reihe von Faktoren regressiert. Dabei nimmt die Variable den Wert 1 an, wenn das Unternehmen in den vorangegangenen sechs Monaten eine bestimmte Außenfinanzierungsquelle des Nichtbankensektors in Anspruch genommen hat; andernfalls erhält sie den Wert 0. Es handelt sich um firmenspezifische Faktoren, die die Demografie und Finanzlage des Unternehmens betreffen, Faktoren in Verbindung mit der Bankfinanzierung (z. B. Kreditzinsen und -richtlinien) sowie einen Indikator für die Kreditgewährungshürden der Banken.³ Diese Variablen sind besonders hilfreich, um mögliche Substitutionsbeziehungen von bank- und nichtbankbasierten Quellen aufzudecken. Darüber hinaus werden auch länderspezifische realwirtschaftliche Variablen (BIP-Wachstum und Arbeitslosenquote) berücksichtigt, und es erfolgt eine Unterscheidung zwischen Staaten, die weniger von der Krise betroffen waren (Belgien, Deutschland, Frankreich, Niederlande, Österreich und Finnland), und Ländern, die stärker in Mitleidenschaft gezogen wurden (Irland, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal).

Im Allgemeinen greifen Unternehmen mit Finanzierungsbeschränkungen eher auf die Finanzierung über Nichtbanken (z. B. Handelskredite und Leasing) zurück. In Abbildung B sind die geschätzten Koeffizienten aus der ökonometrischen Analyse dargestellt. Betrachtet man die Unternehmen, die von einem eingeschränkten Zugang zu Bankkrediten berichteten, deuten die Ergebnisse darauf hin, dass diese Unternehmen sich eher über Nichtbanken (Handelskredite und Leasing) finanzieren als Firmen, die keine Einschränkungen vermeldeten (positive Koeffizienten in der linken Grafik). Der Koeffizient für die Eigenkapitalfinanzierung ist ebenfalls statistisch signifikant. Demgegenüber scheinen kreditbeschränkte Unternehmen kaum Zuschüsse

Abbildung B Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme verschiedener Außenfinanzierungsinstrumente von Nichtbanken durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Kreditbeschränkungen

(Schätzungen auf Grundlage von Kleinste-Quadrate-Regressionen)¹⁾



Anmerkung: Die abhängige Variable ist eine binäre Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen in den vorangegangenen sechs Monaten eine bestimmte Finanzierungsquelle in Anspruch genommen hat; wenn dies nicht der Fall war, beträgt der Wert 0. Die Stichprobe für das Euro-Währungsgebiet umfasst 11 Euro-Länder und den Schätzzeitraum 2009-2014. Es werden nur statistisch signifikante Koeffizienten ausgewiesen.

1) Die Schätzungen basieren auf gewichteten Kleinste-Quadrate-Regressionen (eine Erläuterung der in der Umfrage verwendeten Gewichte findet sich im entsprechenden Bericht über die Umfrageergebnisse unter www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html). Die Regressionen berücksichtigen länderspezifische, sektorspezifische und zeitliche Effekte, und die Fehler sind robust. Die Anzahl der Beobachtungen reicht von 18 242 für die Eigenkapitalfinanzierung bis hin zu 39 949 für Leasing.

³ Die abhängige Variable ist eine kategoriale Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen in den vorangegangenen sechs Monaten eine bestimmte Finanzierungsquelle in Anspruch genommen hat; wenn dies nicht der Fall war, beträgt der Wert 0. Die unabhängigen Variablen berücksichtigen Größe, Alter, Umsatz, Besitzverhältnisse (unabhängig oder in Familienbesitz) sowie Finanzlage (Ertrag und Gewinn), Eigenkapital und Kredithistorie. Alle Variablen sind der Umfrage entnommen.

in Anspruch genommen zu haben. Dies deutet darauf hin, dass Firmen, denen bereits Bankdarlehen verwehrt wurden, Schwierigkeiten hatten, von öffentlichen Förderprogrammen mit dem Ziel der Vergabe garantierter Bankkredite zu profitieren. Darüber hinaus war es für Firmen mit beeinträchtigtem Kreditzugang in den stärker von der Krise in Mitleidenschaft gezogenen Ländern schwieriger, von Bankdarlehen auf andere Finanzierungsquellen umzusteigen als für kreditbeschränkte Unternehmen in den anderen Euro-Ländern (negative Koeffizienten in der rechten Grafik).

Insgesamt bestätigen die Ergebnisse dieser Analyse, dass sich nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften – und vor allem KMUs – seltener über marktbasierete Quellen finanzieren als über Banken. Kapitalmärkte stellen zwar eine wichtige alternative Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dar, sind aber in erster Linie größeren Unternehmen mit hoher Bonität und solchen, die ihren Sitz eher in größeren Ländern mit weiter entwickelten Finanzmärkten haben, zugänglich. Wenn nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften – und vor allem KMUs – keinen Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen haben, wird jeder Rückgang der Bankkreditvergabe ihre Fähigkeit zur Finanzierung von Investitionen beeinträchtigen. Durch die Harmonisierung von Maßnahmen zur Unterstützung der Finanzmärkte und die Förderung einer Verschiebung in Richtung marktbasierter Finanzierung wird die Initiative der Europäischen Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit der KMUs in Europa gegenüber Schocks auf das Kreditangebot von Banken zu erhöhen und die Beschränkungen ihres Zugangs zu Finanzmitteln abzubauen.

Kasten 7

BERICHT ÜBER DIE BEVÖLKERUNGALTERUNG 2015: WIE HOCH WERDEN DIE ALTERUNGSBEDINGTEN KOSTEN IN EUROPA SEIN?

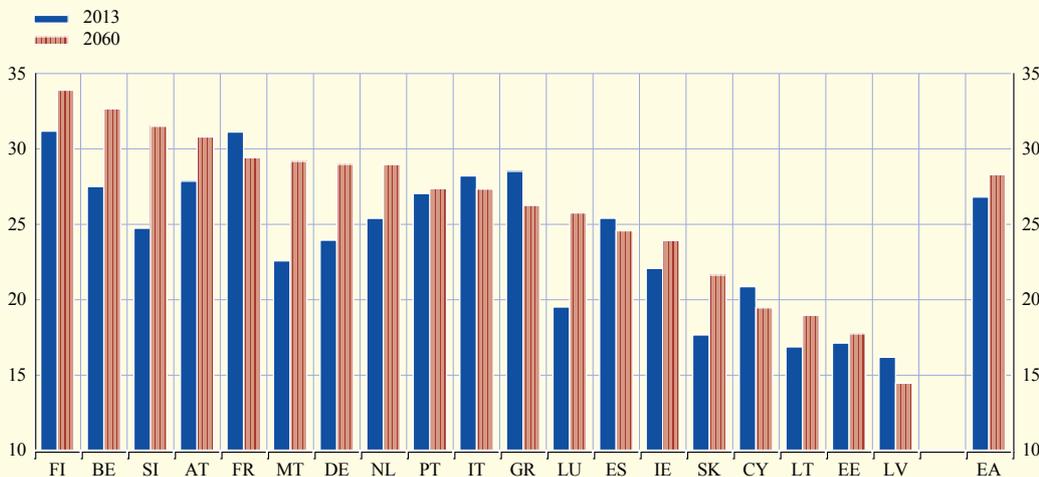
Europa steht vor einer demografischen Herausforderung. Im Eurogebiet wird der Altenquotient, d. h. der Anteil der über 64-jährigen im Verhältnis zur erwerbsfähigen Bevölkerung, den Projektionen des Berichts über die Bevölkerungsalterung 2015 zufolge bis 2060 von derzeit etwa 29 % auf über 50 % steigen und sich somit fast verdoppeln. Ohne geeignete Strukturreformen wird die Bevölkerungsalterung vor allem langfristig betrachtet negative Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen haben. Darüber hinaus ist angesichts des projizierten Rückgangs der Anzahl der Erwerbspersonen mit einer Schrumpfung des Potenzialwachstums zu rechnen. Da die Bevölkerungsalterung die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte und das Potenzialwachstum gefährdet, ist sie auch in geldpolitischer Hinsicht relevant.

Dieser Kasten liefert eine Zusammenfassung und Bewertung der wichtigsten Projektionsergebnisse des aktuellen Berichts über die Bevölkerungsalterung für die Euro-Länder. Der Bericht über die Bevölkerungsalterung wird alle drei Jahre von der Arbeitsgruppe „Auswirkungen der Bevölkerungsalterung“ des EU-Ausschusses für Wirtschaftspolitik erstellt. Die jüngste, am 12. Mai 2015 veröffentlichte Ausgabe enthält langfristige Projektionen zu den durch die Bevölkerungsalterung entstehenden Gesamtkosten und ihren Komponenten (d. h. Renten, Gesundheitsversorgung, Langzeitpflege, Bildung und Leistungen bei Arbeitslosigkeit) für den Zeitraum von 2013 bis 2060. Die Projektionen basieren auf einer gemeinsam festgelegten methodischen Vorgehensweise und einer Reihe demografischer und makroökonomischer Annahmen.

Die gesamten alterungsbedingten Kosten des Eurogebiets dürften im Verlauf des Projektionszeitraums zunehmen, wobei jedoch erhebliche nationale Unterschiede bestehen. Dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015 zufolge werden sich die gesamten demografisch bedingten

Abbildung A Gesamtkosten der Bevölkerungsalterung

(in % des BIP)



Quelle: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015.

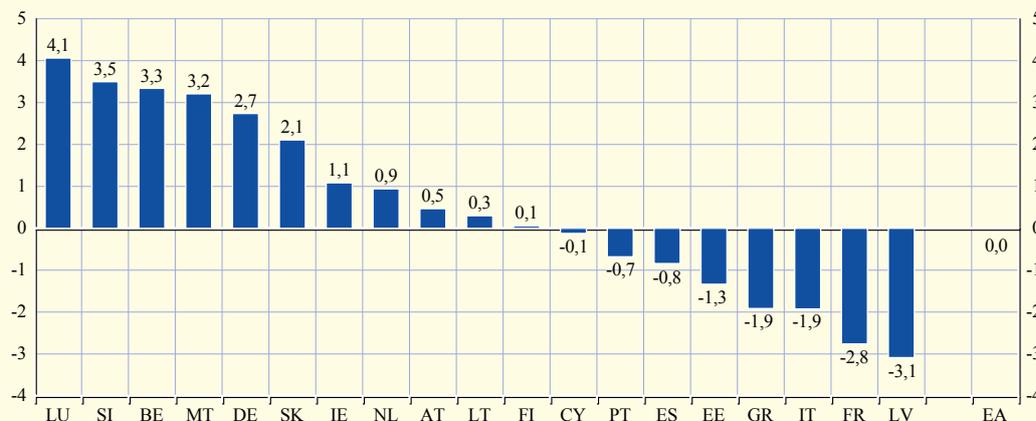
Kosten im Projektionszeitraum um 1,5 Prozentpunkte des BIP erhöhen, d. h. von 26,8 % des BIP im Jahr 2013 auf 28,3 % des BIP im Jahr 2060 (siehe Abbildung A). Bei Betrachtung der einzelnen Länder ergeben sich allerdings erhebliche Unterschiede. Während die alterungsbedingten Kosten in Slowenien, Malta, Luxemburg, Belgien und Deutschland deutlich (nämlich um mindestens 5 Prozentpunkte des BIP) ansteigen werden, dürften sie in Frankreich, Italien, Griechenland, Spanien, Zypern und Lettland sinken. Im Jahr 2013 waren die durch die Bevölkerungsalterung entstandenen Kosten in Finnland und Frankreich (mit jeweils etwa 31 % des BIP) am höchsten, in Griechenland und Italien lagen sie jeweils über 28 % des BIP. Unter den Ländern des Euroraums werden Finnland, Belgien und Slowenien im Jahr 2060 mit alterungsbedingten Gesamtkosten von deutlich über 31 % des BIP vor den größten demografischen Herausforderungen stehen.

Der Anteil der Rentenausgaben am BIP, die den größten Posten der alterungsbedingten Gesamtkosten¹ darstellen, wird der Vorausschätzung zufolge über den gesamten Projektionszeitraum betrachtet im Schnitt unverändert bleiben. Es wird sogar erwartet, dass die öffentlichen Ausgaben für Renten im Euro-Währungsgebiet bis 2060 wieder auf das Niveau von 2013, d. h. 12,3 % des BIP, absinken (siehe Abbildung B). Jedoch weisen diese Ausgaben von Land zu Land eine sehr unterschiedliche Dynamik auf. In den meisten Mitgliedstaaten des Euroraums dürften sie steigen (in Luxemburg, Slowenien, Belgien und Malta um mehr als 3 Prozentpunkte des BIP), und für acht Euro-Länder (Zypern, Portugal, Spanien, Estland, Griechenland, Italien, Frankreich und Lettland) wird ein Rückgang erwartet. Die Kosten für Gesundheit und Langzeitpflege werden dagegen laut Projektionen in allen Euro-Mitgliedstaaten zunehmen.

Im Vergleich zum Bericht über die Bevölkerungsalterung 2012² wurde der projizierte Anstieg der alterungsbedingten Gesamtkosten deutlich nach unten korrigiert, und zwar von 3,5 % des BIP auf 1,5 % des BIP für den gesamten Projektionszeitraum. Besonders

Abbildung B Veränderung der Rentenausgaben

(in Prozentpunkten des BIP; 2013-2060)



Quelle: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015.

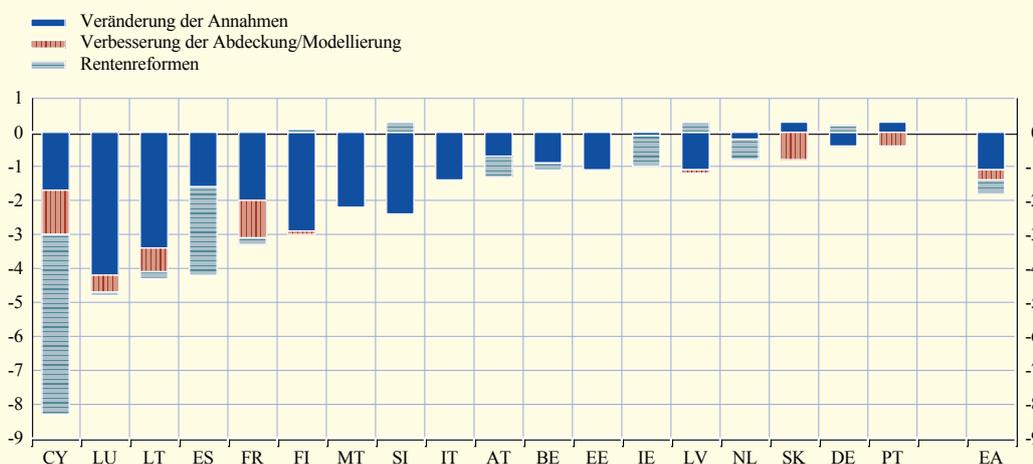
1 Die Rentenausgaben machen im Durchschnitt fast die Hälfte der gesamten alterungsbedingten Kosten aus, gefolgt von den Ausgaben für Gesundheit (ein Viertel) und Bildung (ein Fünftel). Der relative Anteil der Kosten für Langzeitpflege und für Leistungen bei Arbeitslosigkeit ist hingegen eher begrenzt.
 2 Siehe auch EZB, Belastung der öffentlichen Haushalte durch die Alterung der Gesellschaft: neue Daten zum Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht Juli 2012.

deutlich fiel diese Abwärtskorrektur für Luxemburg, Frankreich und Griechenland aus (um mindestens 4,5 Prozentpunkte des BIP für den Zeitraum von 2013 bis 2060). Ein ähnliches Muster ergibt sich bei den Rentenausgaben im Euro-Währungsgebiet, deren Projektionswert gegenüber dem letzten Bericht um 1,2 Prozentpunkte des BIP nach unten korrigiert wurde.³

Die Abwärtskorrektur der Rentenausgabenprojektionen scheint vor allem auf die günstigeren demografischen und makroökonomischen Annahmen und nicht auf tatsächliche Reformen zurückzuführen zu sein. Während sich mit den zugrunde liegenden Annahmen bis zu zwei Drittel der Korrekturen erklären lassen, haben neue Rentenreformen im Durchschnitt anscheinend eine recht begrenzte Auswirkung (siehe Abbildung C).⁴ Die neuen demografischen Annahmen scheinen durchschnittlich für rund ein Drittel der Abwärtsrevisionen der Rentenausgabenentwicklung verantwortlich zu sein. Dies zeigt sich unter anderem in einer im Vergleich zum letzten Bericht deutlich nach unten revidierten Veränderung des Altenquotienten (knapp 4 Prozentpunkte zwischen 2013 und 2060).⁵ Besonders signifikant war dieser Faktor offenbar in Litauen, Lettland, Luxemburg, Malta und Slowenien. Ein weiterer entscheidender Aspekt im Zusammenhang mit den nach unten korrigierten Rentenausgabenprojektionen

Abbildung C Aufschlüsselung der Korrektur der Veränderung der Rentenausgaben

(in Prozentpunkten des BIP; Veränderung gegenüber dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2012)



Quelle: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015.

Anmerkung: Die Projektionen des Berichts über die Bevölkerungsalterung 2012 wurden anhand der Ergebnisse der Peer Reviews zu den Euro-Ländern, die innerhalb der letzten drei Jahre Rentenreformen durchgeführt haben (Belgien, Lettland, die Niederlande, Slowenien und die Slowakei), aktualisiert. Dies gilt nicht für Spanien und Zypern; für diese beiden Länder stehen lediglich die ursprünglichen Daten des Berichts von 2012 für diese Aufschlüsselung zur Verfügung. Die Angaben basieren auf dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95). Für Griechenland liegt keine Aufschlüsselung vor. „Veränderung der Annahmen“ bezieht sich auf Veränderungen der Rentenausgaben aufgrund geänderter demografischer und makroökonomischer Annahmen. „Verbesserung der Abdeckung/Modellierung“ bezieht sich auf Veränderungen der Rentenausgaben aufgrund einer genaueren Abdeckung der nationalen Rentenprojektionen bzw. verbesserter Modellierungstechniken.

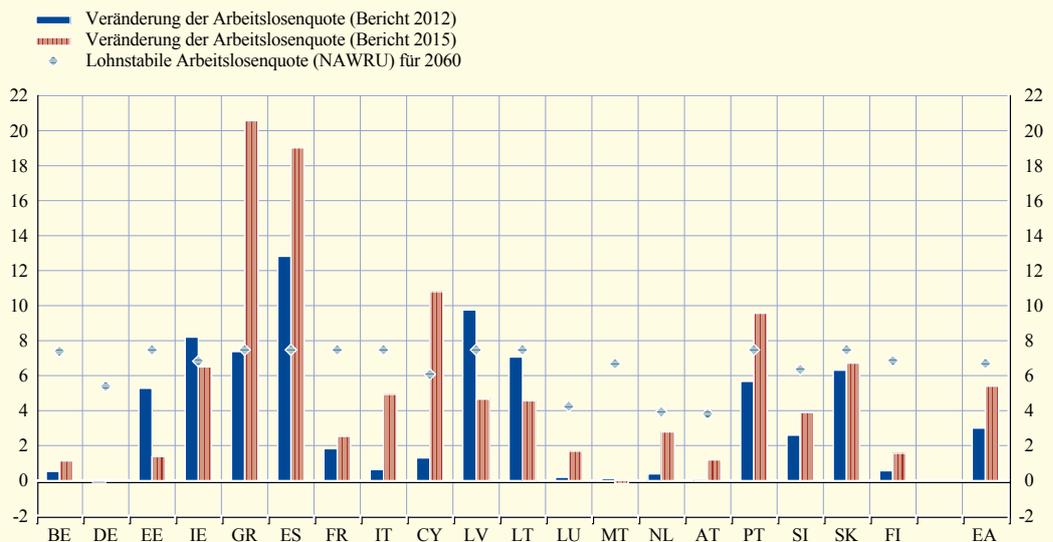
3 Die im Bericht über die Bevölkerungsalterung 2012 enthaltenen Daten beziehen sich auf den selben Zeitraum (2013-2060) und berücksichtigen für eine Reihe von Ländern (Belgien, Spanien, Zypern, Lettland, die Niederlande, Slowenien und die Slowakei) auch den Einfluss der nach Abschluss des Berichts von 2012 durchgeführten Peer Review der Rentenreformen. Ohne die Verwendung aktualisierter Daten wäre der Unterschied zwischen dem Bericht 2012 und dem Bericht 2015 also sogar noch größer.

4 Abbildung C zeigt einen deutlichen Rückgang der Rentenausgaben in Zypern und Spanien, der auf Rentenreformen zurückzuführen ist. Im Gegensatz zu den anderen Euro-Ländern, die in den vergangenen drei Jahren Rentenreformen durchgeführt haben (Belgien, Lettland, die Niederlande, Slowenien und die Slowakei), liegen für Zypern und Spanien keine anhand der Peer Review aktualisierten Projektionswerte für die in Abbildung C gezeigte Aufschlüsselung vor.

5 Die demografischen Annahmen beruhen auf den EUROPOP2013-Bevölkerungsprojektionen, die von Eurostat im April 2014 veröffentlicht wurden.

Abbildung D Veränderung der Arbeitslosenquote

(in Prozent; 2013-2060)



Quelle: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015.

Anmerkung: Ein positiver Wert zeigt einen Rückgang der Arbeitslosenquote zwischen 2013 und 2060 an. Die im Bericht über die Bevölkerungsalterung 2012 enthaltenen Werte wurden für den Zeitraum 2013-2060 neu berechnet. Die Rauten stellen die lohnstabile Arbeitslosenquote (NAWRU) im Jahr 2060 dar (Höchstwert von 7,5 %).

scheinen die günstigeren makroökonomischen Annahmen zu sein; so wird im aktuellen Bericht mit einem um 2,4 Prozentpunkte stärkeren Rückgang der Arbeitslosenquote als im letzten Bericht gerechnet (siehe Abbildung D). Dieser Arbeitsmarkteffekt ist in Spanien, Italien, Zypern, Griechenland und Portugal besonders stark ausgeprägt.

Die aktuellen Projektionen der alterungsbedingten Kosten sind in einer Reihe von Ländern mit erheblichen Risiken behaftet, da sie sich auf günstige makroökonomische Annahmen stützen. Insbesondere die Annahme, dass das Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP), das im Verlauf der Krise deutlich eingebrochen ist, langfristig wieder ein Niveau von 1 % erreichen wird, erscheint für einige Länder optimistisch, sofern dort nicht wesentliche wachstumsfördernde Reformen durchgeführt werden. Dies lässt sich auch historisch belegen: Im Zeitraum 1999-2012 betrug das TFP-Wachstum im Durchschnitt etwa 0,7 %, während es in Belgien, Spanien, Italien, Zypern, Luxemburg und Portugal deutlich niedriger war (siehe Abbildung E). Auch die Annahme, dass die Arbeitslosenquote bis 2060 zurückgehen und sich EU-weit einem Langzeitdurchschnitt von höchstens 7,5 % annähern wird (der Projektionswert der durchschnittlichen Arbeitslosenquote des Eurogebiets für 2060 liegt bei 6,7 %), ist nur plausibel, wenn tief greifende Arbeitsmarktreformen beschlossen werden. Für Griechenland, Spanien, Zypern und Portugal wird ein besonders starker Rückgang der Arbeitslosigkeit (um wenigstens rund 10 Prozentpunkte zwischen 2013 und 2060) unterstellt (siehe Abbildung D). Durch diese mit hoher Unsicherheit behafteten Annahmen entfernt sich der aktuelle Bericht über die Bevölkerungsalterung von der gängigen (vorsichtigen) Praxis, wonach Projektionen auf der Grundlage von Annahmen ohne Politikwechsel erstellt werden. Sollten sich die verwendeten Annahmen nicht bestätigen, könnten sich sogar sehr viel höhere alterungsbedingte Kosten für die betroffenen Länder ergeben.

Abbildung E Veränderung des Wachstums der totalen Faktorproduktivität (TFP)

(Veränderung in % der Durchschnittswerte für die Zeiträume 1999-2012 und 2013-2060)



Quelle: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015.

Anmerkung: Veränderung der TFP-Wachstumsrate, gemessen anhand der Differenz zwischen dem historischen Durchschnitt (1999-2012) und dem Projektionsdurchschnitt (2013-2060). Die blauen Pfeile zeigen einen Rückgang, die roten Pfeile einen Anstieg des TFP-Wachstums im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten an.

Zudem bestehen Risiken, dass bereits umgesetzte Rentenreformen wieder rückgängig gemacht werden. Der Bericht geht davon aus, dass alle in den letzten Jahren gesetzlich verabschiedeten Rentenreformen vollständig umgesetzt werden. Es lässt sich jedoch nicht ausschließen, dass vollzogene Reformen wieder rückgängig gemacht werden, wie die jüngsten Debatten in einigen Ländern zeigen.

Insgesamt sind trotz der in vielen Mitgliedstaaten günstigeren Projektionen der alterungsbedingten Kosten weitere Reformanstrengungen erforderlich, um den Anstieg dieser Kosten einzudämmen. Die jüngsten Projektionen der alterungsbedingten Kosten sind für einige Länder mit Risiken behaftet, da sie auf sehr optimistischen Annahmen zur Produktivitäts- und Arbeitsmarktentwicklung beruhen. Ohne Reformen zum Abbau der strukturellen Arbeitslosigkeit und zur Steigerung des Potenzialwachstums würden sich für diese Staaten deutlich höhere demografisch bedingte Kosten ergeben. Daher dürfen die neuen Projektionen der alterungsbedingten Kosten nicht als Indiz gewertet werden, dass die Verstärkung der Reformanstrengungen nun weniger dringlich ist.

WIRKUNG DES MITTELFRISTIGEN HAUSHALTSZIELS ALS ANKER DER FINANZPOLITIK

Bis Ende April 2015 mussten alle Länder des Euro-Währungsgebiets, die keine Finanzhilfen im Rahmen eines EU/IWF-Anpassungsprogramms erhielten, dem ECOFIN-Rat und der Europäischen Kommission eine Aktualisierung ihres Stabilitätsprogramms vorlegen.

Im Einklang mit der präventiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) konkretisieren die betreffenden Mitgliedstaaten in diesen Aktualisierungen ihre Haushaltsstrategie für das laufende Jahr und für mindestens die drei darauffolgenden Jahre. Darüber hinaus enthalten die Programmaktualisierungen die jeweiligen mittelfristigen Haushaltsziele und die geplanten Fortschritte für deren Erreichung. Am 25./26. Juni 2015 wird der Europäische Rat auf Basis einer Bewertung der Stabilitätsprogramme länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik der einzelnen Mitgliedstaaten erlassen. Darin sind neue Leitlinien berücksichtigt, die von der Europäischen Kommission in ihrer im Januar 2015 veröffentlichten Mitteilung über die im SWP vorgesehene Flexibilität¹ formuliert wurden und die geforderten Konsolidierungsanstrengungen zum Erreichen der mittelfristigen Haushaltsziele betreffen. Der vorliegende Kasten beleuchtet in diesem Zusammenhang die Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker für die Finanzpolitik im Rahmen der präventiven Komponente des SWP.

Das mittelfristige Haushaltsziel ist der Eckpfeiler der präventiven Komponente des SWP.

Es wurde im Zuge der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts im Jahr 2005 eingeführt und gibt die mittelfristigen haushaltspolitischen Zielsetzungen der Regierungen wieder. Definiert wird es als struktureller Saldo, d. h. bereinigt um den Einfluss des Konjunkturzyklus und um befristete staatliche Maßnahmen.² Diese Haushaltsziele werden regelmäßig – im Dreijahresrhythmus – aktualisiert und berücksichtigen somit die jüngsten Schätzungen zu den aus der Bevölkerungsalterung resultierenden ökonomischen Kosten und Haushaltsbelastungen, die im ebenfalls alle drei Jahre veröffentlichten Bevölkerungsbericht der Europäischen Kommission³ enthalten sind. Der präventive Teil des SWP verlangt von den betreffenden Ländern in jedem Jahr angemessene Fortschritte zur Erreichung ihrer mittelfristigen Haushaltsziele, wobei sich der strukturelle Haushaltssaldo, sobald das Ziel erreicht ist, nicht wieder verschlechtern darf. Im SWP ist für die strukturelle Anpassung auf dem Weg zum mittelfristigen Haushaltsziel ein Richtwert von 0,5 % des BIP festgelegt, der in Zeiten günstiger wirtschaftlicher Entwicklung überschritten und in Zeiten ungünstiger wirtschaftlicher Entwicklung unterschritten werden kann. Gleichzeitig darf ein Land nach den Vorschriften der präventiven Komponente des SWP vorübergehend von seinem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. vom Anpassungspfad dorthin abweichen, wenn größere Strukturreformen mit direkten langfristigen positiven Effekten auf den Haushalt umgesetzt werden. Dabei muss jedoch innerhalb des Zeithorizonts des Stabilitätsprogramms eine Rückkehr zum mittelfristigen Haushaltsziel erfolgen.

1 Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 1, Februar 2015.

2 Das mittelfristige Haushaltsziel wird für jedes Land in Abhängigkeit von den landesspezifischen Bedingungen und unter Beachtung von Mindestwerten festgelegt. Dabei werden drei Zielsetzungen verfolgt: a) Der Mitgliedstaat muss eine Sicherheitsmarge aufrechterhalten, um während einer zyklischen Schwächephase einen Verstoß gegen die im Maastricht-Vertrag vorgeschriebene Defizit-Obergrenze von 3 % des BIP zu verhindern; b) die Schuldentragfähigkeit des Mitgliedstaats muss unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und fiskalischen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung gegeben sein; c) der Mitgliedstaat muss über einen haushaltspolitischen Handlungsspielraum, insbesondere für die Aufrechterhaltung öffentlicher Investitionen, verfügen.

3 Siehe auch EZB, Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015: Wie hoch werden die alterungsbedingten Kosten in Europa sein?, Kasten 7, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Die mittelfristigen Haushaltsziele wurden in der Vergangenheit nicht in ausreichendem Umfang erfüllt.

Den meisten Mitgliedstaaten ist es bisher nicht gelungen, das mittelfristige Haushaltsziel, das seit nunmehr zehn Jahren Bestandteil des finanzpolitischen Rahmens der EU ist, auch nur in einem dieser Jahre zu erreichen. Weiterhin haben die Länder des Eurogebiets durch regelmäßige Fristverschiebungen dazu beigetragen, dass die mittelfristigen Haushaltsziele zu „beweglichen Zielen“ geworden sind, statt ein Anker der Haushaltsplanung zu sein. Folglich ereilte die Finanzkrise den Euroraum, als die Mitgliedsländer bereits mit hohen strukturellen Defiziten zu kämpfen hatten,⁴ sodass der Handlungsspielraum für antizyklische Maßnahmen begrenzt war und die automatischen Stabilisatoren nicht frei wirken konnten.

Das Problem der bis dato unzureichenden Erfüllung der mittelfristigen Haushaltsziele sollte seinerzeit im Zuge einer bedeutsamen Reform des finanzpolitischen Steuerungsrahmens der Europäischen Union angegangen werden.

Als Antwort auf die mangelhafte Durchsetzung der im präventiven Teil des SWP vorgeschriebenen strukturellen Konsolidierungsanforderungen wurden im Jahr 2011 die Reformen des „Sechserpakets“ („Six-pack“)⁵ verabschiedet, die unter anderem eine zusätzliche Stärkung der präventiven Komponente vorsahen. Hierzu wurde ein Verfahren bei einer erheblichen Abweichung vom Anpassungspfad in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels eingeführt, in dessen Rahmen letztendlich auch finanzielle Sanktionen gegen einen Mitgliedstaat verhängt werden können. Der im darauffolgenden Jahr geschlossene Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag) führte zu einer ehrgeizigeren Ausgestaltung der mittelfristigen Haushaltsziele. Die Unterzeichnerstaaten verpflichteten sich darin, ein mittelfristiges Haushaltsziel anzustreben, das nicht unter -0,5 % des BIP (verglichen mit zuvor -1 % des BIP) liegt, es sei denn, die Schuldenquote ist deutlich niedriger als 60 %, und es bestehen nur geringe Risiken für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Als Folgemaßnahme zum SKS-Vertrag erstellte die Europäische Kommission im Jahr 2013 die Konvergenzzeitpläne, bei denen es sich um einen länderspezifischen Zeitrahmen für die Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels innerhalb einer bestimmten Frist handelt.⁶ Der im SKS-Vertrag vorgesehene Korrekturmechanismus, der automatisch auf einzelstaatlicher Ebene ausgelöst werden sollte, wenn eine „erhebliche Abweichung“ vom mittelfristigen Haushaltsziel oder vom Anpassungspfad dorthin festgestellt wird, sollte eine rasche Annäherung der Länder an ihre jeweiligen Ziele sicherstellen.

Die verfügbaren Daten deuten jedoch darauf hin, dass sich die Erfüllung der mittelfristigen Haushaltsziele in den letzten Jahren nicht wesentlich verbessert hat (siehe Abbildung). So liegen die in den aktuellen Stabilitätsprogrammen genannten Fristen in einer Vielzahl von Ländern weiter in der Zukunft als in den Konvergenzzeitplänen 2013 vorgeschrieben. Aufgrund der Anfang des Jahres von der Kommission veröffentlichten Mitteilung über die

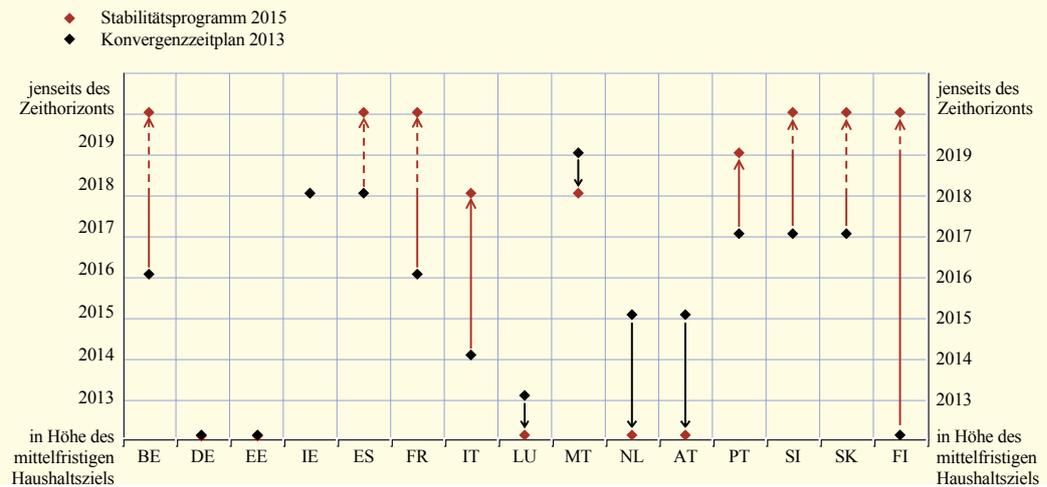
4 Der strukturelle Saldo wird auch von der Produktionslücke bestimmt, die als nicht beobachtbare Variable im Zeitablauf erheblichen Revisionen unterliegt. Die Produktionslücke weist Schätzungen zufolge für den Zeitraum 2003-2013 in Echtzeit eine negative Verzerrung im Umfang von rund 1 % des BIP auf. Hieraus ergibt sich außerdem eine Überzeichnung des strukturellen Saldos in Echtzeit. Siehe auch C. Kamps, N. Leiner-Killinger, D. Sondermann, R. De Stefani und R. Ruffer, The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 157, November 2014.

5 Das Sechserpaket umfasst fünf Verordnungen und eine Richtlinie zur haushaltspolitischen und makroökonomischen Überwachung in der EU.

6 Die Fristen für die Erreichung der mittelfristigen Haushaltsziele wurden unter Bezugnahme auf die mittelfristigen Haushaltsplanungen, die im Jahr 2013 mit den aktualisierten Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen vorgelegt wurden, sowie in Übereinstimmung mit dem SWP festgelegt. Siehe Europäische Kommission, Overview of council recommendations relating to fiscal policy, in: Report on public finances in EMU – 2013, European Economy 4/2013.

Jahr der Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels gemäß Empfehlung im Konvergenzzeitplan 2013 und Planungen in den Stabilitätsprogrammen 2015

(Neuberechnung der Europäischen Kommission)



Quellen: Stabilitätsprogramme 2015, Arbeitsunterlagen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkung: Verglichen werden die im Konvergenzzeitplan 2013 für die Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels gesetzten Fristen mit dem geplanten Jahr der Erzielung gemäß aktualisiertem Stabilitätsprogramm 2015. Dabei werden die in den Stabilitätsprogrammen angegebenen strukturellen Finanzierungssalden nach Neuberechnung der Kommission anhand der vereinbarten Methodik und unter Berücksichtigung der Toleranzmarge von 0,25 % zugrunde gelegt, sodass das im Stabilitätsprogramm geplante Jahr der Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels von dem von der Kommission ermittelten Jahr abweichen kann. Beispielsweise plant Portugal, das mittelfristige Haushaltsziel 2016 zu erreichen, Italien und die Slowakei streben das Jahr 2017 und Frankreich und Spanien 2018 bzw. 2019 an. Mittelfristige Haushaltsziele, deren Jahr der Erreichung den Planungen zufolge „jenseits des Zeithorizonts“ liegt, beruhen nicht auf neuberechneten strukturellen Finanzierungssalden. Die Angabe „jenseits des Zeithorizonts“ bezeichnet einen Zeitraum nach dem letzten im Stabilitätsprogramm 2015 angegebenen Jahr; bei Belgien, Spanien, Frankreich und der Slowakei ist dies 2018, bei Finnland 2019. Die gepunktete Linie spiegelt somit den Zeitraum jenseits des Programmhorizonts wider. Die Frist für Irland ist unverändert geblieben.

Flexibilität im Rahmen des SWP könnte es zu einer Verlangsamung beim Erreichen der mittelfristigen Haushaltsziele in den einzelnen Ländern kommen.⁷ Die Kommissionsmitteilung präzisiert, aber erweitert auch die vorhandene Flexibilität bei der Anwendung der Regeln des SWP in drei wichtigen Bereichen – Konjunkturlage, Strukturreformen und öffentliche Investitionen. Länder, die unter die Struktur- und Investitionsklausel fallen, dürfen vom Anpassungspfad in Richtung ihres mittelfristigen Haushaltsziels abweichen.⁸ So beantragten Lettland und Italien im Rahmen des aktualisierten Stabilitätsprogramms die Aktivierung der Strukturreformklausel für das Jahr 2016.⁹ Lettland wurde die nach dieser Klausel zulässige Zielabweichung nicht gewährt, weil das Land nicht über eine ausreichende Sicherheitsmarge zur Verhinderung eines Verstoßes gegen die Defizit-Obergrenze von 3 % verfügte. Italien hingegen gestattete die Europäische Kommission eine vorübergehende Abweichung um 0,4 % des BIP vom geforderten Anpassungspfad zum mittelfristigen Haushaltsziel 2016, nachdem die Konsolidierungsanforderung im Jahr 2014 bei 0 % des BIP gelegen hatte und auch 2015 verringert worden war, weil die Kommission im Frühjahr 2014 und Januar 2015 Änderungen in Bezug auf die Berücksichtigung der Konjunkturlage vorgenommen hatte. Litauen stellte einen Antrag auf Anwendung der Rentenreformklausel, deren Zulässigkeit jedoch davon abhängt, ob der systemische Charakter der Reform von Eurostat bestätigt wird. Anderen Mitgliedstaaten, wie

7 Am 13. Januar 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission die Mitteilung über die „Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität“, abrufbar unter <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/DE/1-2015-12-DE-F2-1.PDF>.

8 Weitere Einzelheiten hierzu siehe EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, a. a. O.

9 Im Konvergenzprogramm 2015 stellte Rumänien einen Antrag auf Aktivierung der Strukturreformklausel, der jedoch mangels hinreichend detaillierter Informationen noch nicht angenommen wurde.

etwa der Slowakei, könnte die Klausel zur Konjunkturlage zugute kommen, da ihre Anpassungsanforderungen herabgesetzt wurden.

Wird die im Rahmen des SWP vorgesehene Flexibilität übermäßig in Anspruch genommen, könnte dies zu weiteren erheblichen und lang anhaltenden Abweichungen vom Anpassungspfad in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels führen und somit die Tragfähigkeit der Verschuldung zusätzlich gefährden. Daher muss ein erneutes Auftreten des „Syndroms der beweglichen Ziele“, das die präventive Komponente des SWP in Vorkrisenzeiten geschwächt hatte, unbedingt vermieden werden. Wenn es den Euro-Mitgliedstaaten nicht rechtzeitig gelingt, in ihren Staatshaushalten wieder ausreichende Puffer zu bilden, werden sie nicht gegen Phasen wirtschaftlicher Schocks, in denen eine haushaltspolitische Stabilisierung am dringendsten erforderlich ist, gewappnet sein. Die Länder des Euroraums sollten jetzt die zunehmende wirtschaftliche Erholung und die günstigen Finanzierungsbedingungen nutzen, um schnellere Fortschritte bei der Erreichung ihrer mittelfristigen Haushaltsziele zu machen. Dadurch würde sich die Krisenfestigkeit der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets erhöhen.

DIE ROLLE DER ZENTRALBANKBILANZ IN DER GELDPOLITIK



Im vorliegenden Aufsatz wird die Verwendung der Bilanz der Zentralbank als geldpolitisches Instrument erörtert; den Schwerpunkt bildet hierbei die Veränderung der Bilanz der EZB, es werden aber auch die Bilanzen anderer Zentralbanken betrachtet. Seit Beginn der Finanzkrise 2007-2008 haben Zentralbanken unter Verwendung ihrer Bilanzen diverse Interventionen durchgeführt, die deren Umfang und Zusammensetzung in unterschiedlichem Maße beeinflussten. Dabei handelte es sich um Geschäfte, die den Geschäftspartnern Refinanzierungssicherheit geben sollten, um Kreditlockerungsmaßnahmen zur Gewährleistung der Transmission des geldpolitischen Kurses vor dem Hintergrund von Marktstörungen und um umfangreiche Ankäufe von Wertpapieren, die eine zusätzliche geldpolitische Lockerung ermöglichen sollten, wenn die kurzfristigen Nominalzinssätze an ihrer effektiven Untergrenze notierten.

Um ihrem Mandat zur Gewährleistung der Preisstabilität nachzukommen, hat die EZB alle diese Arten von Maßnahmen ergriffen, darunter auch der umfangreiche Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Rahmen des zu Beginn des Jahres beschlossenen erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten. Somit hat sich die relativ passive Nutzung der Bilanz des Eurosystems – bei der die Liquiditätsbereitstellung vom Bedarf der Geschäftspartner des Eurosystems bestimmt wurde – hin zu einer aktiveren Steuerung des Umfangs und der Zusammensetzung der Bilanzaktiva gewandelt, um einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu gewährleisten.

I EINLEITUNG

Die Ankaufprogramme der EZB haben zu einer aktiveren Verwendung der Bilanz des Eurosystems zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats geführt. So begann die EZB im September und November 2014, Ankäufe von gedeckten Schuldverschreibungen bzw. Asset-Backed Securities (ABS) zu tätigen. Im Januar 2015 beschloss sie, die Ankaufprogramme um den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Euroraum am Sekundärmarkt zu erweitern. Diese Programme sind ein weiteres Beispiel dafür, wie die Veränderung des Umfangs und der Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems als Instrument zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats verwendet wird.

Zentralbanken weltweit erweiterten während der Krise ihre traditionellen Handlungsrahmen, um ihre Bilanzen als geldpolitisches Instrument zu verwenden. Mithilfe ihrer Bilanzen reagierten sie auf Liquiditätsengpässe und Marktstörungen, die durch erhöhte Liquiditäts- und Kreditrisikoprämien entstanden waren und die Transmission des anvisierten geldpolitischen Kurses beeinträchtigten. Darüber hinaus wurden die Bilanzen verwendet, um eine weitere erforderliche Lockerung des Kurses zu erzielen, als die kurzfristigen Nominalzinsen ihre effektive Untergrenze erreichten. Die explizite und aktive Kalibrierung der Größe und Zusammensetzung der Zentralbankbilanz als geldpolitisches Instrument ist in vielfacher Hinsicht neu, da die Zentralbanken im Rahmen ihrer bestehenden geldpolitischen Handlungsrahmen – ungeachtet der unterschiedlichen Wirtschafts- und Finanzstrukturen und Zentralbanktraditionen in den verschiedenen Wirtschaftsräumen – ihr Mandat in erster Linie über ein operatives Ziel für einen kurzfristigen Zinssatz verfolgen. Die Bilanz der Zentralbank spielt innerhalb dieser Handlungsrahmen eine untergeordnete Rolle.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Rolle der Zentralbankbilanz als Instrument der Geldpolitik untersucht,¹ wobei insbesondere auf die Maßnahmen der EZB eingegangen wird. Abschnitt 2 liefert einen Überblick über die verschiedenen Vorgehensweisen der Zentralbanken beim Einsatz ihrer Bilanzen. Abschnitt 3 konzentriert sich auf die im Euro-Währungsgebiet ergriffenen Maßnahmen, wobei in einem Kasten die jüngste Entwicklung der Bilanz des Eurosystems beschrieben wird. Abschnitt 4 schließt mit einer Zusammenfassung.

2 DIE ZENTRALBANKBILANZ ALS GELDPOLITISCHES INSTRUMENT

2.1 WANDEL DER ZENTRALBANKBILANZ ZUM GELDPOLITISCHEN INSTRUMENT

Die Geldpolitik versucht, die allgemeinen finanziellen und gesamtwirtschaftlichen Bedingungen zu beeinflussen, um die im Mandat der Zentralbank festgelegten Ziele zu erreichen. Dies erfolgt über eine Steuerung des geldpolitischen Kurses, d. h. des Beitrags der Geldpolitik zur wirtschaftlichen, finanziellen und monetären Entwicklung.

Unter normalen Umständen signalisiert der Preis von Zentralbankgeld den geldpolitischen Kurs. Im geldpolitischen Handlungsrahmen der meisten Zentralbanken ist der geldpolitische Kurs sehr häufig am Preis erkennbar, zu dem die Banken Zentralbankgeld am Interbankenmarkt handeln können, der wiederum durch den Preis beeinflusst wird, zu dem die Zentralbanken den Banken Liquidität zur Verfügung stellen. Entsprechend der Nachfrage führt die Zentralbank dem Bankensystem Liquidität zu, um den Interbankensatz auf ein Niveau zu lenken, das mit dem beabsichtigten geldpolitischen Kurs im Einklang steht.

Folglich bieten Zusammensetzung und Umfang der Zentralbankbilanzen in normalen Zeiten kaum Informationen über den Grad der geldpolitischen Akkommodierung. Die Bilanzsumme ergibt sich passiv aus der Lenkung der kurzfristigen Zinsen zur Erzielung des gewünschten monetären Kurses. Der Umfang der Passiva (und Aktiva) und somit die Bilanzsumme wird in erster Linie durch die Mittelnachfrage der Geschäftspartner der Zentralbank bestimmt, die sich wiederum aus dem Liquiditätsbedarf des Bankensystems ergibt. Anders ausgedrückt muss die Zentralbank unelastisch den vom Bankensystem geforderten Bedarf an Zentralbankgeld erfüllen, um den kurzfristigen Zinssatz zu kontrollieren. In der Zusammensetzung der Aktiva und Passiva spiegeln sich die institutionellen Merkmale des Liquiditätsmanagements der Zentralbank wider, etwa der Sicherheitenrahmen und die Modalitäten der Liquiditätsbereitstellung und -abschöpfung. Ist also der kurzfristige Zinssatz das geldpolitische Instrument, dann liefern Umfang und Zusammensetzung der Zentralbankbilanz keine Hinweise auf den geldpolitischen Kurs.²

Mit dem Ausbruch der Finanzkrise begannen die Zentralbanken ihre Bilanz auf verschiedene Weise zu nutzen. Einige Maßnahmen waren – zumindest im aktuellen Kontext – neu, während andere mit den traditionellen Aufgaben und Praktiken der Zentralbanken im

1 Die Bilanz der Zentralbank ist ein Finanzausweis, der den Bestand an Aktiva und Passiva erfasst, die sich aus den geldpolitischen Instrumenten und autonomen Faktoren (wie etwa Einlagen von öffentlichen Haushalten und Banknotenumlauf) ergeben. Die geldpolitischen Instrumente sind die von der Zentralbank zum Erreichen ihrer Ziele eingegangenen Finanzkontrakte. Dabei werden die Preise an den Finanzmärkten und die Konjunktur nicht durch die Zentralbankbilanz an sich beeinflusst, sondern über die verschiedenen Arten von Finanzkontrakten, die die Zentralbank eingeht, und ihre jeweiligen Nominalbeträge. Der vorliegende Beitrag folgt nichtsdestotrotz der bewährten Praxis und bezeichnet die Zentralbankbilanz als geldpolitisches Instrument.

2 Dies trifft nicht zu, wenn der Handlungsrahmen der Zentralbank auch Möglichkeiten zur aktiven Wechselkurssteuerung umfasst. In solchen Fällen können sowohl die Bilanzsumme als auch die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva Aufschluss über den anvisierten geldpolitischen Kurs geben.

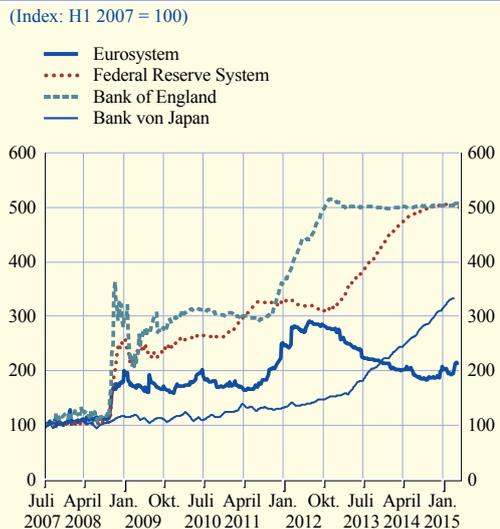
Einklang standen. Als Reaktion auf die Spannungen und Risiken, die im Zuge der Finanzkrise auftraten, ergriffen die Zentralbanken eine oder mehrere der folgenden Maßnahmen:

- elastische Erhöhung der Liquiditätsbereitstellung an das Bankensystem, d. h. Bedienung der höheren Liquiditätsnachfrage der Banken und Änderung der Modalitäten für die Bereitstellung von Liquidität, um Refinanzierungssicherheit zu gewährleisten (in einigen Fällen auch durch längerfristige Kredite),
- Gewährung direkter Kredite an private Nichtbanken oder Ankauf von Vermögenswerten des privaten Sektors,
- Ankauf mittel- und langfristiger Wertpapiere des öffentlichen Sektors oder staatlich garantierter Wertpapiere in großem Umfang,
- explizite verbale Kommunikation zur Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik, darunter Hinweise auf die künftige Verwendung der Zentralbankbilanz im Fall des Eintretens bestimmter Entwicklungen.

Alle diese Maßnahmen führen – wenn auch in unterschiedlich starkem Maße – zu einer Ausweitung der Bilanzsumme und einer Veränderung der Zusammensetzung der Bilanz (siehe Abbildung 1). Allerdings ist bei einem Vergleich der Zentralbankbilanzen zwischen verschiedenen Wirtschaftsräumen wie auch innerhalb eines Wirtschaftsraums im Zeitverlauf Vorsicht geboten. Wie im vorliegenden Beitrag erörtert, kann sich die Zuführung einer Einheit an Liquidität sehr unterschiedlich auf die Wirtschaft auswirken, je nachdem, welche Finanzierungsstrukturen vorherrschen und wie die Verfahren und Arbeitsweisen der Zentralbank ausgestaltet sind, aber auch in Abhängigkeit davon, inwiefern die Zentralbankbilanz als Instrument zur Verfolgung bestimmter geldpolitischer Ziele eingesetzt wird.

Für die stärkere Verwendung der Zentralbankbilanzen lassen sich drei Gründe ausmachen: Erstens die Notwendigkeit, auf Finanzmarktspannungen zu reagieren und Finanzkrisen zu bewältigen – dies steht im Einklang mit der klassischen Funktion der Zentralbanken als oberste Instanz zur Gewährleistung von Refinanzierungssicherheit für das Bankensystem; zweitens die Notwendigkeit, im Fall von Marktstörungen die Transmission des anvisierten geldpolitischen Kurses sicherzustellen bzw. zu verbessern; und drittens die Notwendigkeit, durch Druck auf die Langfristzinsen eine zusätzliche Lockerung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses zu bewirken, wenn die kurzfristigen Nominalzinsen ihre effektive Untergrenze erreicht haben. Diese drei Ziele verhalten sich grundsätzlich komplementär zueinander, doch in der Praxis können sie eng verflochten sein. Auf jeden Fall können die Maßnahmen, die aus den oben genannten

Abbildung 1 Zentralbankbilanzen seit der Krise: Bilanzsumme



Quellen: EZB, Federal Reserve System, Bank of England und Bank von Japan.

Gründen ergriffen wurden, sehr ähnliche Auswirkungen auf den geldpolitischen Kurs haben. So können Maßnahmen zur Transmissionsverbesserung zugleich als Schritte zur geldpolitischen Lockerung betrachtet werden, da beispielsweise durch eine Verkleinerung der Spreads zwischen den Kosten der marktbasierter Refinanzierung und den risikofreien Zinssätzen auch die Transmission der Geldpolitik gefördert wird.

Im vorliegenden Aufsatz wird zwischen „passiver“ und „aktiver“ Verwendung der Zentralbankbilanz unterschieden, während die Ankündigungen zu potenziellen künftigen Bilanzmaßnahmen als „bilanzielle Eventualmaßnahmen“ bezeichnet werden.³ Eine vollkommen elastische Versorgung der Geschäftspartner mit Zentralbankliquidität als Reaktion auf eine durch Finanzmarktspannungen gestiegene Nachfrage wird hier als passive Verwendung der Zentralbankbilanz bezeichnet, da die Auswirkungen auf die Zentralbankbilanz in diesem Fall ausschließlich von der Nachfrage der Geschäftspartner nach Zentralbankkrediten bestimmt werden. Aktive Bilanzmaßnahmen hingegen sind Schritte, mit denen gezielt versucht wird, über eine Einflussnahme auf bestimmte Preise an den Finanzmärkten die Konjunktur zu steuern. Im vorliegenden Beitrag werden zwei Arten aktiver Bilanzmaßnahmen aufgezeigt: Maßnahmen zur Kreditlockerung und Ankäufe von Vermögenswerten in großem Umfang. Maßnahmen zur Kreditlockerung werden unternommen, um gezielt über eine Veränderung der Bilanzzusammensetzung die Kreditspreads zu beeinflussen und dadurch eine Verbesserung der Transmission des gewünschten geldpolitischen Kurses zu bewirken. Mit umfangreichen Wertpapierkäufen – auch als quantitative Lockerung oder Quantitative Easing bezeichnet – und der damit einhergehenden Bilanzausweitung soll hingegen eine Senkung der Langfristzinsen und letztlich eine umfassende Lockerung des geldpolitischen Kurses herbeigeführt werden, wenn die kurzfristigen Nominalzinsen ihre effektive Untergrenze erreicht haben. Bei bilanziellen Eventualmaßnahmen verpflichtet sich die Zentralbank, ihre Bilanz in bestimmter Weise zu verwenden, wenn entsprechende Umstände eintreten.

2.2 PASSIVE BILANZMASSNAHMEN: LIQUIDITÄTSBEREITSTELLUNG DURCH DIE ZENTRALBANK ALS SYSTEMISCHE INSTANZ ZUR GEWÄHRLEISTUNG VON REFINANZIERUNGSSICHERHEIT BEI FINANZIELLEN SPANNUNGEN

Spannungen am Finanzmarkt führen zu einer erhöhten Liquiditätsnachfrage, die die Zentralbank bedient, um dem potenziell schädlichen Deleveraging-Prozess entgegenzuwirken, der andernfalls einsetzen würde. Bei systemischem Stress kommt es zu einer dysfunktionalen Finanzintermediation im privaten Sektor. Durch Marktfragmentierung und vorsorgliches Horten von Liquidität verringert sich die Fähigkeit des Interbankenmarkts, Zentralbankgeld effizient zwischen den Geschäftspartnern zu verteilen, oder sie kommt sogar ganz zum Erliegen. In diesen Fällen muss die Zentralbank möglicherweise mehr Liquidität zur Verfügung stellen, als zur Deckung des regulären Liquiditätsbedarfs – der sich aus den „autonomen Faktoren“ (z. B. Nachfrage nach Banknoten) und gegebenenfalls der Mindestreservepflicht ergibt – erforderlich ist, um dadurch zum einen in ihrer klassischen Rolle als oberste Instanz zur Gewährleistung von Refinanzierungssicherheit

³ Es gibt zahlreiche verschiedene Taxonomien zur Unterscheidung der verschiedenen Verwendungsmöglichkeiten der Zentralbankbilanz. Bernanke und Reinhart (siehe B. Bernanke und V. Reinhart, *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, in: *American Economic Review*, Bd. 94, Nr. 2, 2004, S. 85-90) unterscheiden z. B. zwischen Maßnahmen, die den Umfang der Bilanz beeinflussen, und solchen, die sich auf die Zusammensetzung der Aktiva auswirken. Borio und Disyatat (siehe C. Borio und P. Disyatat, *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, BIS Papers, Nr. 292, 2009) unterstreichen den Effekt auf die Bilanz des privaten Sektors, der ein Spiegelbild des Effekts auf die Zentralbankbilanz darstellt. Andere Autoren unterscheiden nach der Art des Risikos, das sich aus der Intervention für die Bilanz der Zentralbank ergibt (siehe M. Goodfriend, *Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice*, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 58, Nr. 1, 2011, S. 1-12.), dem Markt, auf den die Zentralbankintervention abzielt, dem Zweck der Intervention – d. h. nach Art der zu behebenden Marktstörung und somit nach der Funktion, die die Zentralbank durch die Intervention wahrnimmt (z. B. Market Maker letzter Instanz) – sowie nach dem Transmissionskanal, über den die Maßnahme wirkt.

das Bankensystem zu stabilisieren und zum anderen einen Anstieg der Kurzfristzinsen auf ein Niveau zu verhindern, das nicht mehr mit dem gewünschten geldpolitischen Kurs im Einklang steht.

Als Reaktion auf die Finanzkrise 2007-2008 und vor allem nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 wurden solche Maßnahmen von zahlreichen Zentralbanken ergriffen. Um starken Spannungen am Interbankengeldmarkt entgegenzuwirken, tätigten die Zentralbanken als oberste Instanz zur Gewährleistung von Refinanzierungssicherheit eine Reihe von Geschäften, über die sie ihrem jeweiligen Bankensektor Liquidität zur Verfügung stellten. Diese Zentralbankintervention sollte die Spreads am Interbankenmarkt verringern, trug aber auch dazu bei, die Funktionsfähigkeit der Märkte insgesamt zu verbessern und das Vertrauen in die Wirtschaft wiederherzustellen. Durch die Stabilisierung der kurzfristigen Zinssätze auf ein Niveau in der Nähe des operativen Ziels wurde eine unangemessene Verschärfung des geldpolitischen Kurses verhindert.⁴

Die Zentralbank kann auch längerfristige Liquidität bereitstellen, um dem Bankensystem Refinanzierungssicherheit zu geben. Finanzielle Spannungen können sich nicht nur auf den Markt für Zentralbankgeld (Tagesgeldmarkt), sondern auch auf die Märkte für längerfristige Refinanzierung (darunter die Märkte für Geldmarktfinanzierungen und der Markt für unbesicherte Bankanleihen) auswirken. Um solchen Verwerfungen entgegenzuwirken, verlängerten die Zentralbanken die Laufzeit ihrer liquiditätszuführenden Geschäfte über den üblichen Zeithorizont hinaus. Mit der längerfristigen Liquidität können sich die Geschäftspartner über Zeiträume refinanzieren, die der Laufzeit einiger ihrer Aktiva entsprechen, wodurch Refinanzierungssicherheit geschaffen wird. Die Banken sind somit gegenüber Laufzeit- und Anschlussrisiken abgesichert, und ein zu rasches Deleveraging wird verhindert. Dadurch können sich Vertrauenseffekte an den Finanzmärkten verstärken. Außerdem können sich wichtige Signaleffekte ergeben, da die Maßnahme die Entschlossenheit der Zentralbank demonstriert, im Notfall Liquiditätsengpässe aufzufangen und „normale“ Marktbedingungen für die längerfristige Refinanzierung zu gewährleisten. Neben der Sicherstellung der Verfügbarkeit von Refinanzierungsmitteln können zusätzlich andere Modalitäten der Liquiditätsbereitstellung geändert werden (z. B. Erweiterung des Pools notenbankfähiger Sicherheiten). Die EZB stellte zudem ihr Zuteilungsverfahren um und führt ihre liquiditätszuführenden Geschäfte nun noch bis mindestens Dezember 2016 als Mengentender mit Vollzuteilung durch.

Mit der Bereitstellung längerfristiger Refinanzierungsmittel wird die Liquiditätsversorgung gestützt und zugleich eine Kreditlockerung bewirkt. Die Zentralbank beeinflusst durch die Bereitstellung längerfristiger Liquidität die Bedingungen an den Märkten für längerfristige Refinanzierungsmittel. Dadurch verringern sich die Refinanzierungskosten der Banken und die Kreditspreads, was wiederum eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen für Endkreditnehmer in der Wirtschaft bewirkt, sodass die Transmission des gewünschten geldpolitischen Kurses gewährleistet bleibt. Insofern hat dieser Aspekt der Liquiditätsbereitstellung auch eine kreditlockernde Dimension.

Die Deckung der höheren Liquiditätsnachfrage der Banken und die Bereitstellung von längerfristiger Refinanzierung resultiert in einer Ausweitung der Bilanz der Zentralbank. In Zeiten finanzieller Spannungen steigt die Nachfrage der Geschäftspartner nach Zentralbankgeld, und die Zentralbank muss diese Nachfrage bedienen oder sie wird ihr operatives Ziel verfehlen, was jedoch ihr geldpolitisches Kurssignal trüben würde. Spannungen an den Refinanzierungsmärkten

⁴ Auch Devisen-Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken – die ebenfalls die Bilanzsumme der Zentralbank erhöhen – sind als Maßnahmen zur Gewährleistung von Refinanzierungssicherheit zu betrachten, da die Zentralbank durch die Bereitstellung von Fremdwährungsliquidität den Refinanzierungsdruck auf das Bankensystem, in diesem Fall im Hinblick auf Fremdwährungsaktiva, lindert.

können wiederum die Transmission des angestrebten Kurses stören. In beiden Fällen führt die notwendige höhere Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbank zu einer Ausweitung der Bilanzaktiva, d. h., die Zentralbank nimmt die Intermediation auf ihre eigene Bilanz.⁵

Der begrenzte Spielraum von Interventionen zur Liquiditätsunterstützung kann eine aktivere Verwendung der Zentralbankbilanz erforderlich machen. Die Wirksamkeit liquiditätsunterstützender Politiken hängt allein davon ab, ob und in welchem Umfang die Geschäftspartner darauf zurückgreifen. Wengleich diese Maßnahmen die Funktionsfähigkeit der Märkte wahren und das Übergreifen finanzieller Verwerfungen auf die Wirtschaft verhindern können, gewähren sie der Zentralbank nur eine begrenzte Einflussnahme auf die allgemeinen monetären Bedingungen. So ist es letzten Endes möglich, dass diese Maßnahmen nicht ausreichen, um ein Deleveraging der Banken und eine sich aus den restriktiven Kreditbedingungen ergebende Belastung der Konjunktur zu verhindern. In solchen Fällen muss sich die Zentralbank möglicherweise aktiver ihrer Bilanz bedienen. Viele große Zentralbanken, darunter auch die EZB, haben in den vergangenen Jahren unterschiedlich rasch einen Wechsel von passiven hin zu aktiven Bilanzmaßnahmen vollzogen, wenn die Konjunkturlage eine strengere Kontrolle der Bilanz erforderte, um den geldpolitischen Kurs wirksam zu steuern.

2.3 VON PASSIVEN ZU AKTIVEN BILANZMASSNAHMEN: KREDITLOCKERUNG

In bestimmten Fällen kann es sein, dass die elastische Liquiditätsversorgung des Bankensystems nicht ausreicht, um die gestörte Finanzintermediation im privaten Sektor zu beheben. Die Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbank ist unabhängig von ihrem Umfang in der Regel nur einem Teil der Marktteilnehmer zugänglich (nämlich den Geschäftspartnern der Zentralbank), und selbst diese trennen sich in Zeiten erhöhter Risikoaversion möglicherweise nur ungern von liquiden Mitteln, um an gestörten Märkten aktiv zu werden. Unter solchen Umständen können direkte Interventionen der Zentralbank vonnöten sein, um die Funktionsfähigkeit der Märkte oder Marktsegmente, die für die Finanzierung der Realwirtschaft als wesentlich erachtet werden, zu verbessern.

Mit Maßnahmen zur Kreditlockerung kann die Zentralbank aktiver die Zusammensetzung ihrer Bilanzaktiva steuern und somit die Spreads an den Märkten beeinflussen, die die geldpolitische Transmission in besonderem Maße behindern. Solche Interventionen betreffen vor allem die Zusammensetzung der Bilanzaktiva, da sich Maßnahmen zur Lockerung der Kreditbedingungen an bestimmten Märkten auf der Aktivseite niederschlagen.⁶ Dazu bedient sich die Zentralbank ihrer Bilanz in aktiverer Weise, um die Finanzintermediation des privaten Sektors zu verbessern oder zu ersetzen sowie um die Transmission der anvisierten Akkommodierung zu gewährleisten bzw. zu erhöhen. In dieser Hinsicht zielen Kreditlockerungsmaßnahmen in erster Linie auf eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen des nichtfinanziellen privaten Sektors ab. Sie bewirken eine Änderung der von bestimmten Kreditnehmern und an bestimmten Märkten gezahlten Spreads, wodurch die Transmission des beabsichtigten geldpolitischen Kurses an gestörten Märkten erleichtert wird.

5 Den aktivseitigen Gegenposten zu den auf der Passivseite verbuchten neu generierten Zentralbankreserven bilden die den Geschäftspartnern der Zentralbank gewährten Kredite (wenn zur Durchführung der Geldpolitik beispielsweise Repogeschäfte getätigt werden) bzw. die gehaltenen Wertpapiere (wenn die Durchführung der Geldpolitik beispielsweise über direkte Wertpapierankäufe und die Veräußerung von Staatspapieren am offenen Markt erfolgt).

6 Bei Maßnahmen, die ausschließlich auf eine Kreditlockerung abzielen, finanziert die Zentralbank den Erwerb der entsprechenden Aktiva über die Veräußerung anderer Vermögenswerte. Hierdurch ändert sich zwar die Zusammensetzung der Bilanz auf der Aktivseite, die Bilanzsumme bleibt jedoch unverändert. Das bekannteste Beispiel für eine solche reine Kreditlockerungsmaßnahme ist wohl das Maturity Extension Program des Federal Reserve System, bei dem längerfristige US-Staatsanleihen im Tausch gegen kurzfristige aufgekauft wurden.

Eine Kreditlockerung kann über diverse Zentralbankmaßnahmen erreicht werden. Die konkreten Maßnahmen hängen von der spezifischen Marktstörung und den Markteigenschaften ab sowie allgemeiner von der Finanzierungsstruktur der Wirtschaft und dem der Zentralbank zur Verfügung stehenden Instrumentarium. Mögliche Maßnahmen sind die Bereitstellung von Liquidität an Finanzmarktteilnehmer, die nicht zum üblichen Kreis der Geschäftspartner der Zentralbank gehören, die Gewährung von Liquidität (oder Sicherheiten) gegen andere Sicherheiten, die in der Regel nicht als Sicherheiten für geldpolitische Geschäfte akzeptiert werden,⁷ und der direkte Ankauf von Vermögenswerten. Somit können Interventionen zur Kreditlockerung wie bereits erwähnt unter bestimmten Bedingungen viele Ähnlichkeiten mit den als passive Maßnahmen einzuordnenden Liquiditätshilfen aufweisen.⁸ Sie können aber auch aktiver ausgestaltet sein, indem die Zentralbank die Zusammensetzung und eventuell auch den Umfang der Bilanzaktiva selbst kalibriert.

Auch gezielte Kreditgeschäfte, wie sie von der Bank of England im Juli 2012 und der EZB im September 2014 eingeführt wurden, stellen Maßnahmen zur Kreditlockerung dar, wenngleich sie viele Ähnlichkeiten mit längerfristigen Refinanzierungsmaßnahmen aufweisen. Beide Zentralbanken entschieden sich für gezielte Kreditoperationen, um die Kreditvergabe der Banken an den nichtfinanziellen privaten Sektor und somit die Transmission der Geldpolitik zu fördern.⁹ Im Gegensatz zu den bisher erörterten Schritten werden durch gezielte Kreditgeschäfte explizite Anreize für die Banken gesetzt, Darlehen zu gewähren, indem die Bereitstellung langfristiger Refinanzierung an die Ausreichung von Krediten geknüpft ist. Im Grunde genommen handelt es sich hierbei um Maßnahmen zur Kreditlockerung, da sie darauf abzielen, über eine Lockerung der Refinanzierungsbedingungen der Banken eine Verringerung der Kreditkosten für die Realwirtschaft und dadurch eine Verbesserung der geldpolitischen Transmission herbeizuführen. Zugleich weisen sie aber auch Ähnlichkeiten mit passiven längerfristigen Refinanzierungsmaßnahmen auf, insbesondere die Bereitstellung von Zentralbankgeld über einen längeren Zeitraum und die Abhängigkeit des bereitgestellten Volumens von der Nachfrage der Geschäftspartner.

Damit sich die Kreditlockerung positiv auf die Wirtschaft auswirkt, ist es weder notwendig noch hinreichend, dass die kurzfristigen Nominalzinsen ihre Untergrenze erreicht haben. Die Wirksamkeit solcher Maßnahmen hängt vielmehr davon ab, wie wichtig die anvisierten Märkte für die Finanzierungsbedingungen des nichtfinanziellen privaten Sektors sind und in welchem Ausmaß Marktstörungen vorliegen. So richtete das Federal Reserve System beispielsweise als Reaktion auf die Verwerfungen am Kreditmarkt mehrere Fazilitäten ein, mittels derer wichtigen Marktsegmenten vorübergehend Liquidität bereitgestellt wurde (siehe Sonderrefinanzierungsfazilitäten in Abbildung 2).¹⁰ Diese Fazilitäten trugen maßgeblich dazu bei, die Funktionsfähigkeit der Märkte wiederherzustellen, als die kurzfristigen Nominalzinsen noch deutlich oberhalb der Untergrenze lagen; ein Beispiel hierfür war der rasche Rückgang der Spreads am Markt für Commercial Paper nach den Interventionen des Federal Reserve System im Rahmen der Commercial Paper

7 Einige Autoren bezeichnen die Rolle der Zentralbank in solchen Fällen als die eines Market Maker der letzten Instanz (siehe beispielsweise P. Tucker, The repertoire of official sector interventions in the financial system: last resort lending, market-making, and capital, Rede anlässlich der internationalen Konferenz 2009 zum Thema „Financial System and Monetary Policy: Implementation“ bei der Bank von Japan, Mai 2009).

8 Kreditlockerungsmaßnahmen und Liquiditätshilfen unterscheiden sich unter anderem darin, dass bei einer Kreditlockerung direkte Interventionen in unkonventionellen Marktsegmenten vorgenommen werden, d. h., es handelt sich um Transaktionen, die aufgrund der involvierten Geschäftspartner oder Vermögenswerte außerhalb des üblichen Handlungsrahmens der Zentralbank liegen, während Liquiditätshilfen auf die üblichen Geschäftspartner der Zentralbank beschränkt sind.

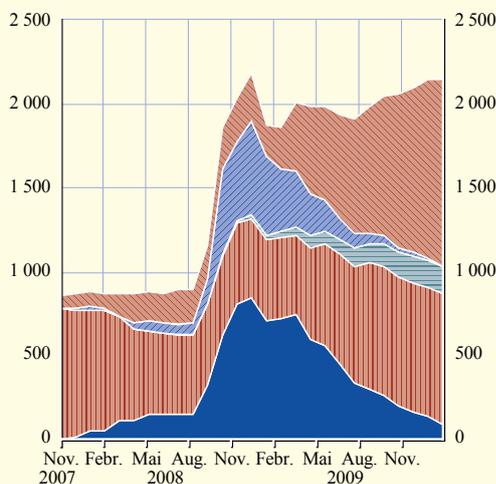
9 Siehe R. Churm, A. Radia, J. Leake, S. Srinivasan und R. Whisker, The Funding for Lending Scheme, Bank of England Quarterly Bulletin, Q4 2012, sowie EZB, Das gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft vom September 2014, Kasten 1, Monatsbericht Oktober 2014.

10 Diese Fazilitäten umfassten in erster Linie eine längerfristige Refinanzierung durch Gewährung besicherter Kredite an die Geschäftspartner des Federal Reserve System sowie andere Marktteilnehmer. Es handelt sich somit um „hybride“ Interventionen, die eine längerfristige Refinanzierung mit einer Kreditlockerung kombinieren.

Abbildung 2 Aufschlüsselung der vereinfachten Bilanz des Federal Reserve System: Aktiva

(in Mrd USD)

- Sonderrefinanzierungsfazilitäten
- US-Staatsanleihen
- Schuldverschreibungen staatlich geförderter Unternehmen (Agencies)
- Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken
- Sonstige Aktiva

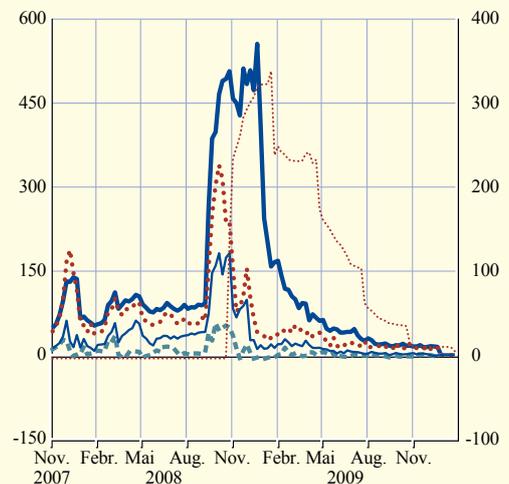


Quelle: Federal Reserve System.
Anmerkung: Die Sonderrefinanzierungsfazilitäten umfassen die Primary Dealer Credit Facility (PDCF), Term Securities Lending Facility (TSLF), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) und Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF).

Abbildung 3 Spreads von Commercial Paper und Interventionen des Federal Reserve System

(Zinsdifferenzen von Commercial Paper gegenüber dem einmonatigen OIS-Satz in Basispunkten; in Mrd USD)

- 30-tägige Commercial Paper nichtfinanzieller Emittenten mit A2/P2-Rating
- 30-tägige Asset-Backed Commercial Paper mit AA-Rating
- - - - 30-tägige Commercial Paper nichtfinanzieller Emittenten mit AA-Rating
- 30-tägige Commercial Paper finanzieller Emittenten mit AA-Rating
- Commercial Paper Funding Facility (rechte Skala)



Quellen: Federal Reserve Board sowie V. Cúrdia und M. Woodford, The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy, Working Paper des NBER, Nr. 16208, 2010.
Anmerkung: Die Daten zur Commercial Paper Funding Facility beziehen sich auf die ausstehenden Beträge.

Funding Facility (siehe Abbildung 3). Allerdings dürfte die Wirkung von Kreditlockerungsmaßnahmen auf die Wirtschaft noch größer sein, wenn die kurzfristigen Nominalzinsen ihre Untergrenze erreicht haben.¹¹

Die Transmission der Kreditlockerungsmaßnahmen beruht auf einer direkten Weitergabe und – falls gleichzeitig in erheblichem Umfang Liquidität bereitgestellt wird – auf Portfolioumschichtungseffekten. Kreditlockerungsmaßnahmen zielen auf Marktsegmente, die – direkt oder indirekt – eng mit den Kreditbedingungen des nichtfinanziellen privaten Sektors zusammenhängen. Ein direkter Zusammenhang ist z. B. bei Interventionen zur Verbesserung der Bedingungen an den Märkten für Commercial Paper gegeben. Ein indirekter Zusammenhang besteht bei Interventionen, die die Marktpreise von Vermögenswerten beeinflussen, wodurch sich wiederum der Preis für die zugrunde liegenden Darlehen verändert. Dies ist z. B. bei Produkten der Fall, die durch Kredite an private Haushalte oder Unternehmen verbrieft sind. Nennenswerte Beispiele hierfür sind die Ankäufe von hypothekarisch besicherten Wertpapieren (Mortgage-Backed Securities – MBS) durch das Federal Reserve System oder der Erwerb von ABS und gedeckten Schuldverschreibungen

¹¹ Siehe V. Cúrdia und M. Woodford, The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 58, Nr. 1, 2011, S. 54-79, sowie M. Gertler und P. Karadi, A Model of Unconventional Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 58, Nr. 1, 2011, S. 17-34.

durch die EZB. Wenn die Preise für diese Vermögenswerte durch eine starke Nachfrage in die Höhe getrieben werden, reagieren die Banken auf die Marktanreize, indem sie mehr veräußerbare Wertpapiere emittieren und somit mehr Kredite vergeben, um diese zu besichern. Infolgedessen erhöht sich das Volumen, und die Kreditkosten der Endkreditnehmer sinken. Da diese Interventionen über die Schöpfung von Zentralbankgeld finanziert wurden, kam es durch die Liquiditätszuführung zu positiven Übertragungseffekten auf andere Märkte und Wertpapiere. Diese Portfolioumschichtungseffekte werden im nächsten Abschnitt genauer betrachtet.

Kreditlockerungsmaßnahmen können sich also auch „quantitativ“ in der Zentralbankbilanz niederschlagen; eine genaue Abgrenzung von Kreditlockerungsmaßnahmen und quantitativen Maßnahmen ist jedoch schwierig. Grund hierfür ist, dass die Maßnahmen zur Kreditlockerung tendenziell durch die Schaffung von Zentralbankgeld finanziert wurden (z. B. die MBS-Ankäufe in den Vereinigten Staaten oder die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), das Programm zum Ankauf von ABS und das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet). Nicht sterilisierte Kreditlockerungsinterventionen können bei entsprechendem Umfang signifikante makroökonomische Effekte haben. So bewirkten die MBS-Ankäufe durch das Federal Reserve System etwa einen deutlichen Rückgang der Spreads und stellten die Funktionsfähigkeit des Marktes wieder her; schlussendlich führten sie damit auch zu einer Stabilisierung des US-Immobilienmarkts und einer Stützung der Gesamtwirtschaft.¹²

2.4 AKTIVE BILANZMASSNAHMEN: UMFANGREICHE ANKÄUFE VON VERMÖGENSWERTEN BEI KURZFRISTIGEN NOMINALZINSEN AN DER UNTERGRENZE

Angesichts der Tatsache, dass die kurzfristigen Nominalzinsen ihre Untergrenze erreicht haben, begannen die Zentralbanken, in großem Umfang Vermögenswerte zu erwerben, um den geldpolitischen Kurs weiter zu lockern. Wenngleich Maßnahmen zur Kreditlockerung auch eine geldpolitische Lockerung bewirken, ist eine Verbesserung der Bedingungen an bestimmten Märkten allein möglicherweise nicht ausreichend, um das für die Zentralbank zur Erfüllung ihres Auftrags erforderliche Maß an Akkommodierung zu erreichen. Dazu bedarf es womöglich eines Instruments, das konkret darauf ausgelegt ist, zuverlässig eine breit angelegte Verbesserung der Finanzierungsbedingungen zu bewirken. Zu diesem Zweck haben die Zentralbanken in großem Umfang Ankäufe von Vermögenswerten getätigt. Man geht davon aus, dass Wertpapierankäufe die Preise an den Finanzmärkten über zwei Kanäle beeinflussen:¹³ Zum einen wirken sie über den Portfolioumschichtungskanal, indem die dadurch geschaffene Liquidität von Anlegern für Portfolioumschichtungen verwendet wird; dadurch entstehen Übertragungseffekte, die sich auf die Preise in einer Reihe anderer, nicht direkt von den Zentralbanken betroffener Marktsegmente auswirken. Zum anderen wirken sie über den Signalkanal, indem durch die Ausweitung der Bilanzsumme auch ein Signal für den künftigen Leitzinspfad und somit den geldpolitischen Kurs gesetzt wird. Über den Signaleffekt wird durch die Erwartung eines künftig lockeren geldpolitischen Kurses eine Lockerung der aktuellen Ausrichtung herbeigeführt.

Der Portfolioumschichtungskanal basiert auf der unvollkommenen Substituierbarkeit von Vermögenswerten in den Portfolios des privaten Sektors. An Märkten, die z. B. aufgrund einer unvollkommenen Substituierbarkeit der betreffenden Vermögenswerte oder aufgrund von

¹² Siehe beispielsweise A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, in: Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2011, S. 215–287, sowie K. Walentin, Business Cycle Implications of Mortgage Spreads, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 67, 2014, S. 62–77.

¹³ In diesem Aufsatz wird nur die Transmission umfangreicher Ankäufe von Vermögenswerten auf die Finanzmarktpreise erörtert. Zur Transmission von Vermögenspreisen auf Konsumausgaben siehe etwa C. Bowdler und A. Radia, Unconventional Monetary Policy: the Assessment, in: Oxford Review of Economic Policy, Bd. 28, Nr. 4, 2012, S. 603–621.

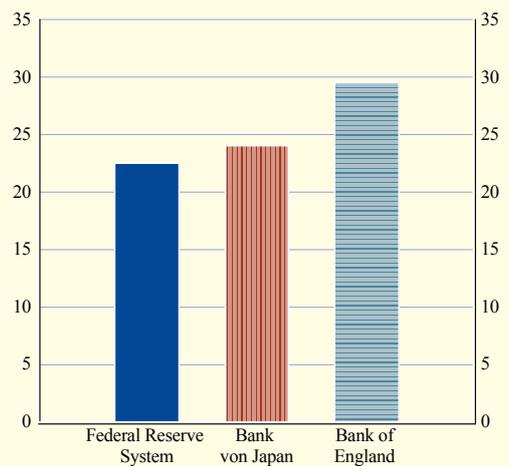
Arbitragebeschränkungen segmentiert sind, wirken sich Veränderungen des Nettoangebots an einem Vermögenswert auf dessen Preis sowie möglicherweise auch auf den Preis weitgehend ähnlicher Finanzinstrumente aus. So beschränken sich Anleger am Staatsanleihemarkt möglicherweise aus institutionellen oder anderen Gründen auf bestimmte Segmente der Zinsstrukturkurve. Wenn eine Zentralbank z. B. langfristige Staatsanleihen ankauft, bewirkt sie eine Angebotsverknappung, wodurch die Preise steigen und die Renditen sinken. Außerdem werden die Anleger versuchen, ihre Portfolios zu verändern, indem sie ihren Bestand an „Bargeld“ (Zentralbankgeld) reduzieren und risikoreichere Aktiva hineinnehmen. Um diese Investorenreaktion hervorzurufen, müssen sich die Risikomerkmale (im Hinblick auf Liquidität, Laufzeit und Kreditrisiko) der von der Zentralbank erworbenen Vermögenswerte hinreichend vom Zentralbankgeld unterscheiden. So kann der Erwerb von risikolosen, liquiden Staatspapieren gegen Zentralbankgeld seitens der Zentralbank nur dann wirken, wenn dadurch das Laufzeitrisiko in den Portfolios der Anleger verringert wird, was nur durch den Ankauf von Staatsanleihen mit langer Restlaufzeit erzielt werden kann. So ermöglicht die Ausweitung der Zentralbankbilanz eine zusätzliche geldpolitische Lockerung, indem über niedrigere langfristige Renditen und höhere Preise für eine breite Palette an Aktiva eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen herbeigeführt wird.

Die Wirksamkeit des Portfoliumschichtungskanal ist vom Umfang der Zentralbankinterventionen abhängig. Grundsätzlich ist dieser Kanal nicht auf Ankäufe bestimmter Vermögensklassen beschränkt. Entscheidend ist vielmehr, dass die preislichen Auswirkungen stark vom Umfang der aufgekauften Wertpapiere abhängen.¹⁴ Dies ist darauf zurückzuführen, dass Portfoliumschichtungen indirekter wirken als gezielte Zentralbankinterventionen. Diese werden, wie oben erörtert, direkt weitergegeben und beeinflussen somit unmittelbar die Kreditbedingungen, während beim Portfoliumschichtungskanal zunächst Übertragungseffekte zum Tragen kommen müssen, durch die die neu geschaffene Liquidität von einem Markt an andere Märkte weitergereicht wird, bevor Preise reagieren, die eng mit den allgemeinen Kreditbedingungen zusammenhängen. Deshalb muss das Ankaufvolumen hoch genug angesetzt werden, um eine entsprechende Wirkung auf die Gesamtwirtschaft und somit eine Lockerung des geldpolitischen Kurses zu erreichen.

Dies erklärt teilweise den Umfang einiger Ankaufprogramme sowie deren vorrangigen Fokus auf Staatsanleihen. Die Staatsanleihemärkte spielen nicht nur eine zentrale Rolle bei der Preisbildung einer Vielzahl von Vermögenswerten in der Wirtschaft, sondern sind in der Regel auch groß genug, dass die Zentralbanken den erforderlichen Umfang an Aktiva erwerben können, um eine breit angelegte Lockerung der Finanzierungsbedingungen herbeizuführen. So hielten das Federal Reserve System, die

Abbildung 4 Bestände der Zentralbanken an Staatsanleihen

(in % des ausstehenden Volumens an heimischen Staatsanleihen)



Quellen: Federal Reserve System und Finanzministerium (Vereinigte Staaten); Bank of England und Debt Management Office (Vereinigtes Königreich); Bank von Japan und Finanzministerium (Japan).

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Staatsanleihen mit einer Mindestlaufzeit von zwölf Monaten. Die Referenzdaten beziehen sich jeweils auf das letzte Quartal, in dem tatsächlich Ankäufe erfolgten (Q3 2013 für die Bank of England, Q3 2014 für das Federal Reserve System und Q4 2014 für die Bank von Japan).

¹⁴ Siehe beispielsweise M. Bauer und G. Rudebusch, The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases, in: International Journal of Central Banking, Bd. 10, September 2014, S. 233-289.

Bank von Japan und die Bank of England in der Hochphase der Ankaufprogramme zwischen 22 % und 30 % der gesamten umlaufenden Schuldtitel ihres jeweiligen Landes (siehe Abbildung 4). In diesem Kontext wird der Umfang der Aktiva in der Zentralbankbilanz zu einer Näherungsgröße für die Intensität der Nutzung des Portfolioumschichtungskanals und die daraus folgende breit angelegte Verbesserung der Finanzierungsbedingungen.

Ankäufe von Vermögenswerten ermöglichen der Zentralbank auch, Signale hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses zu senden. Es kann das Ziel der Zentralbank sein, einen zusätzlichen Impuls zu setzen oder die Markterwartungen stärker mit dem anvisierten geldpolitischen Kurs in Einklang zu bringen. Insbesondere kann die Zentralbank die Beibehaltung eines niedrigen Zinsniveaus signalisieren, um dadurch die Verpflichtung zur Erfüllung ihres Mandats zu verdeutlichen. Durch den umfangreichen Erwerb von Wertpapieren wie etwa langfristigen Staatsanleihen gegen Zentralbankgeld werden langfristige Aktiva in den Portfolios der Wirtschaftsakteure durch Liquidität ersetzt. Dies kann die Märkte überzeugen, dass die Liquiditätszunahme langfristig ausgelegt ist, was sich wiederum auf die Marktpreise von Kontrakten mit längerer Laufzeit auswirken würde. Dementsprechend könnte sich eine umfangreiche und schnelle Abschöpfung der durch Anleihekäufe generierten Liquidität negativ auf die Funktionsfähigkeit der Geldmärkte und die Finanzstabilität auswirken; folglich sind die Zentralbanken zögerlich, in dieser Hinsicht Kurskorrekturen erkennen zu lassen. Indem die Zentralbank ihren Worten Taten folgen lässt, unterstreicht sie ihre Entschlossenheit, ihr Ziel zu erreichen. Deshalb kann die Verpflichtung zur Verwendung der Zentralbankbilanz auch als Stütze der von einigen Zentralbanken kommunizierten Forward Guidance zur Leitzinsentwicklung erachtet werden.¹⁵

Für eine erfolgreiche Signalsetzung über die Zentralbankbilanz ist sowohl die Größen- als auch die Zeitdimension entscheidend. Die Verwendung der Bilanz zur Signalisierung der Entschlossenheit der Zentralbank kann nur effektiv sein, wenn die Kosten einer Kursumkehr hinreichend hoch wären. Ein größeres Bilanzvolumen kann daher als Näherungsgröße für die Kosten dienen, die entstünden, wenn die Zentralbank ihre Verpflichtung, die Leitzinsen niedrig zu halten, zurücknehme. Da sich die Signalwirkung jedoch auf zukünftige Maßnahmen der Zentralbank bezieht, wird die Verpflichtung der Zentralbank nicht nur über die Bilanzsumme kommuniziert, sondern auch über die zeitliche Dimension. Dies geschieht entweder über a) die Laufzeit der liquiditätszuführenden Geschäfte (z. B. bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der EZB mit einer Laufzeit von drei Jahren), b) die Restlaufzeit der erworbenen Aktiva, da eine längere Duration des Anleiheportfolios ein höheres Zinsrisiko und somit potenziell höhere Kosten einer Rücknahme der Verpflichtung zur Beibehaltung niedriger Zinssätze birgt, oder c) die Dauer der Beibehaltung der Maßnahmen bzw. bestimmter operationaler Modalitäten (z. B. die derzeitige Verpflichtung der EZB, bis Dezember 2016 Liquidität im Rahmen von Mengentendern mit Vollzuteilung bereitzustellen). Die Signalwirkung betrifft also sowohl die aktuelle als auch die zukünftige Verwendung der Bilanz. So war z. B. das Federal Reserve System bestrebt, eine Änderung der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer in Bezug auf den gesamten Kurs der Bestände längerfristiger Wertpapiere des Federal Reserve System zu bewirken.¹⁶

15 Die allgemeine Vermögenspreistheorie legt nahe, dass der Erwerb von Vermögenswerten durch Zentralbanken keine Wirkung zeigt, wenn sich die Zinsen an der Untergrenze befinden, und sich in diesem Fall nur über die Forward Guidance ein geldpolitischer Impuls erzeugen lässt. Siehe G. Eggertson und M. Woodford, *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Bd. 34, Nr. 1, 2003, S. 139-211.

16 Siehe J. Yellen, *Challenges Confronting Monetary Policy*, Rede anlässlich der National Association for Business Economics Policy Conference 2013, Washington D.C., 4. März 2013.

2.5 BILANZIELLE EVENTUALMASSNAHMEN

Die Zentralbank kann sich auch darauf festlegen, ihre Bilanz zu verwenden, wenn bestimmte Umstände eintreten. Eine solche eventuelle Nutzung der Bilanz stellt effektiv einen Signalmechanismus dar. Ein gutes Beispiel hierfür sind die geldpolitischen Outright-Geschäfte (OMTs) der EZB. Dabei kündigte die EZB an, bei Bedarf an den Märkten für Staatsanleihen zu intervenieren, um gegen durch unangemessene Redenominierungsrisiken entstehende Verzerrungen vorzugehen und somit den Transmissionsmechanismus zu stärken.¹⁷ Ganz allgemein haben Zentralbanken bilanzielle Eventualmaßnahmen jedoch genutzt, um Informationen zur Dauer ihrer an Auflagen gebundenen Ankaufprogramme bereitzustellen. Beispiel hierfür sind die LSAP-3-Ankündigung des Federal Reserve System im September 2012 sowie die Mitteilung der EZB, dass die „Ankäufe [im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten] bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen [sollen], bis [der EZB-Rat] eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung [erkennt], die im Einklang steht mit [seinem] Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.“ Die tatsächliche Auslösung solcher bilanziellen Eventualmaßnahmen hängt in der Regel von der Entwicklung der aktuellen und künftigen makroökonomischen Bedingungen (z. B. den Inflationsaussichten) im Verhältnis zu den Zielen der Zentralbank ab.

3 DIE BILANZ DES EUROSYSTEMS

Seit dem Ausbruch der Krise hat die EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität eine Reihe von Sondermaßnahmen ergriffen, die sich sowohl auf den Umfang als auch auf die Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems ausgewirkt haben. Zuletzt sind neuartige Maßnahmen hinzugekommen, die teilweise denen anderer wichtiger Zentralbanken ähneln. Entsprechend der geldpolitischen Zielsetzung und der Art der eingesetzten Instrumente hat sich die Größe und Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems im Zeitverlauf verändert.

In der Anfangsphase der Krise zielte die Geldpolitik vor allem darauf ab, die sehr kurzfristigen Zinssätze durch Liquiditätsmaßnahmen mit dem intendierten geldpolitischen Kurs im Einklang zu halten. Als Spannungen an den Geldmärkten auftraten, stellte die EZB dem Bankensystem im Euroraum umfangreiche Liquiditätshilfen zur Verfügung. Im Einklang mit der klassischen Vorstellung der Zentralbank als letzter Instanz zur Gewährleistung von Refinanzierungssicherheit zielte die kurzfristige Liquiditätsunterstützung der EZB darauf ab, eine Ausbreitung der Störungen am Geldmarkt zu verhindern, die eine allgemeine Bankenpanik und eine Phase ungeordneter Deleveragings hätte nach sich ziehen können. In Anbetracht der überwiegend bankbasierten Finanzierungsstruktur der Wirtschaft im Euroraum sollte durch diese verstärkte Liquiditätsbereitstellung eine effiziente Transmission der Bedingungen am Geldmarkt auf andere Finanzvariablen und somit auf die Realwirtschaft und Inflation sichergestellt werden.

Die Liquiditätsmaßnahmen umfassten liquiditätszuführende Geschäfte mit unterschiedlichen Laufzeiten sowie die Einführung des Mengentenderverfahrens mit Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften. Die EZB weitete sowohl das Volumen als auch die Parameter ihrer liquiditätszuführenden Operationen aus, vor allem nach der Verschärfung der Krise im Gefolge der Insolvenz

¹⁷ In geldpolitischen Handlungsrahmen, die zumindest eine gewisse aktive Steuerung des Wechselkurses vorsehen, kann auch die Zusage von Devisenmarktinterventionen eine bilanzielle Eventualmaßnahme darstellen. Die Zentralbank verpflichtet sich dann in der Regel zum An- und Verkauf von Devisen, wenn die Inlandswährung an den Devisenmärkten einen bestimmten Wert erreicht.

von Lehman Brothers im September 2008. Mit der Durchführung der Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung wurde den Banken in unbegrenzter Höhe Liquidität zur Verfügung gestellt, da bei diesem Verfahren die Nachfrage der Banken nach Zentralbankliquidität gegen Stellung angemessener Sicherheiten vollumfänglich gedeckt wird.¹⁸ Als Reaktion auf die erhöhte Liquiditätsnachfrage und das Vollzuteilungsverfahren, durch das sich die Intermediationsrolle des Eurosystems verstärkte, kam es zu einer allmählichen passiven Ausweitung der Bilanz des Eurosystems (siehe Kasten).

Im weiteren Verlauf der Krise bediente sich die EZB einer Reihe vorwiegend bankbasierter Maßnahmen zur Stützung der Kreditversorgung. Um den an bestimmten Schultitelmärkten des öffentlichen und privaten Sektors vorherrschenden Spannungen entgegenzuwirken, die die Transmission der Geldpolitik beeinträchtigten, wurden mehrere Maßnahmen ergriffen, die konkret auf eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen und eine Stärkung der Funktionsfähigkeit der betreffenden Märkte ausgerichtet waren. Das vorrangige Ziel bestand darin, die Transmission des vorgegebenen geldpolitischen Kurses, wie er in den Leitzinsen und den sehr kurzen Geldmarktsätzen zum Ausdruck kommt, zu verbessern. Zu diesen Maßnahmen, die die Kreditvergabe an die Realwirtschaft unterstützen sollten, zählten Refinanzierungsgeschäfte mit sehr langer Laufzeit sowie eine aktivere Verwendung der Bilanz des Eurosystems als Mittel zur Einflussnahme auf bestimmte Marktsegmente des öffentlichen und privaten Sektors.

Um den Banken Refinanzierungssicherheit zu geben, wurden längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreijähriger Laufzeit durchgeführt.¹⁹ Die beiden im Dezember 2011 und im Februar 2012 durchgeführten dreijährigen LRGs gaben den Banken Gewissheit, ihren Finanzierungsbedarf über einen längeren Zeitraum decken zu können, als sie eine potenzielle Beeinträchtigung der Refinanzierung über ihre üblichen Finanzierungsquellen fürchteten. Bei den Geschäften handelte es sich im Grunde um Liquiditätsmaßnahmen. Indem sie erfolgreich einem übermäßigen Deleveraging entgegenwirkten, stützten sie aber auch die Kreditvergabe an die Realwirtschaft. Über die Dreijahrestender wurden per saldo insgesamt zusätzliche 521 Mrd € an Zentralbankliquidität aufgenommen. Dadurch kam es zu einer erheblichen Erhöhung der Bilanzsumme und einer Laufzeitverlängerung der Aktiva des Eurosystems (siehe Kasten).

Außerdem tätigte die EZB direkte Wertpapierankäufe (Outright-Käufe) in gestörten Marktsegmenten, die die Transmission der Geldpolitik beeinträchtigten, wobei die Zentralbankbilanz aktiver als geldpolitisches Instrument genutzt wurde. Da gedeckte Schuldverschreibungen in vielen Teilen des Eurogebiets eine wichtige Finanzierungsquelle der Banken bei der Refinanzierung von Krediten an den öffentlichen wie auch den privaten Sektor darstellen, erwarb die EZB ab Juni 2009 im Rahmen zweier Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programmes – CBPP1 und CBPP2) entsprechende Euro-Papiere. Als an den Staatsanleihemärkten des Euroraums, die bei der Preissetzung von anderen Finanzaktiva sowie von Krediten an die Realwirtschaft eine wichtige Rolle spielen, Spannungen auftraten und die Transmission des geldpolitischen Kurses der EZB behinderten, wurden darüber hinaus im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme – SMP)

18 Die EZB passte ihren Sicherheitenrahmen mehrmals an, um einen angemessenen Zugang der Geschäftspartner zu ihren Refinanzierungsfazilitäten zu gewährleisten. Darüber hinaus stellte das Eurosystem Liquidität in Fremdwährungen (insbesondere in US-Dollar) zur Verfügung, um den Liquiditätsbedarf der Banken im Euroraum zur Finanzierung ihrer Fremdwährungsaktiva zu decken.

19 Empirische Studien hierzu finden sich z. B. in: G. Peersman, Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1397, 2011; M. Lenza, H. Pill und L. Reichlin, Monetary Policy in Exceptional Times, in: Economic Policy, Bd. 25, S. 295-339; L. Gambacorta, B. Hofmann und G. Peersman, The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 46, Nr. 4, S. 615-642.

Staatsanleihen angekauft.²⁰ Die kumulierten Ankäufe im Rahmen des SMP beliefen sich in der Spitze auf 220 Mrd €, während unter dem CBPP1 und CBPP2 insgesamt 60 Mrd € bzw. 16 Mrd € an Wertpapieren erworben wurden.

Im August 2012 bekundete die EZB als bilanzielle Eventualmaßnahme ihre Bereitschaft, unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen an Sekundärmärkten anzukaufen. Sie kündigte an, gravierenden Verzerrungen an diesen Märkten, die insbesondere aus Befürchtungen über den Fortbestand des Euro resultieren, bei Bedarf mithilfe von OMTs entgegenzuwirken.²¹ Das Programm sieht vor, die Bilanz des Eurosystems unter bestimmten Bedingungen als Instrument zur Beseitigung der Marktstörungen zu verwenden.²²

20 Dass diese Maßnahme nicht auf eine geldpolitische Kursänderung, sondern auf die Wiederherstellung der beeinträchtigten geldpolitischen Transmission abzielte, wurde durch die vollständige Sterilisierung der über das SMP zugeführten Liquidität untermauert.

21 Nähere Einzelheiten finden sich in der Pressemitteilung der EZB vom 6. September 2012 zu den technischen Merkmalen der geldpolitischen Outright-Geschäfte.

22 Seit Juli 2013 bietet die EZB zudem eine Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik (Forward Guidance); siehe EZB, Die Forward Guidance der EZB, Monatsbericht April 2014.

KASTEN

JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER BILANZ DES EUROSYSTEMS

Der Umfang und die Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems haben sich in den vergangenen Jahren als Reaktion auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB wesentlich verändert. Dieser Kasten liefert Informationen zur Entwicklung der Bilanz des Eurosystems seit der zweiten Jahreshälfte 2011, wobei der Fokus auf den Marktoperationen der EZB liegt.¹

Entwicklung der Aktivseite der Bilanz des Eurosystems

Die wichtigsten Aktivpositionen sind geldpolitische Instrumente und Anlageportfolios. Zu den geldpolitischen Instrumenten auf der Aktivseite zählen kurz- und langfristige Repogeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und endgültige Wertpapierkäufe. Die Anlageportfolios umfassen heimische und ausländische Vermögenswerte. Sie werden – mit Ausnahme der Devisenreserven der EZB, die für etwaige Devisenmarktinterventionen zur Verfügung stehen – nicht zur Durchführung der Geldpolitik verwendet. Um sicherzustellen, dass sie nicht die Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik beeinträchtigen, gelten für diese Portfolios bestimmte von der EZB beschlossene Beschränkungen (z. B. Höchstgrenzen). Darüber hinaus hat das Eurosystem Regeln zur Begrenzung von nicht zu geldpolitischen Zwecken getätigten Devisentransaktionen vereinbart, um eine Übereinstimmung mit der Wechselkurs- und Geldpolitik zu gewährleisten.²

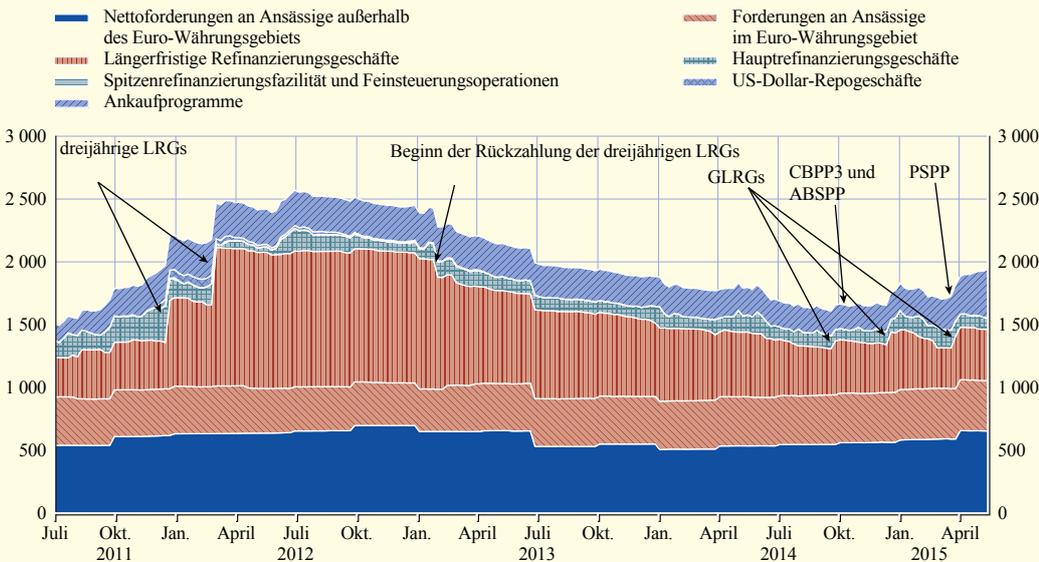
Geldpolitische Instrumente waren die Haupttriebfeder der jüngsten bedeutenden Veränderungen der Größe und Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems. Die Bilanzsumme des Eurosystems erhöhte sich vor allem durch die zwei im Dezember 2011 und Februar 2012 durchgeführten LRGs mit dreijähriger Laufzeit deutlich. Von Anfang 2013 bis September 2014 verringerte sich das Bilanzvolumen dann kontinuierlich, weil die Banken von der ihnen gewährten

1 Zur Entwicklung im davorliegenden Zeitraum siehe etwa EZB, Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB, Monatsbericht Juli 2011, und EZB, Die jüngsten Veränderungen in den Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System und der Bank von Japan, Monatsbericht Oktober 2009.

2 Siehe Artikel 31 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

Abbildung A Aufschlüsselung der vereinfachten Bilanz des Eurosystems: Aktiva

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Möglichkeit Gebrauch machten, die im Rahmen dieser beiden Dreijahrestender aufgenommenen Mittel wöchentlich zurückzuzahlen. Aufgrund der verbesserten Refinanzierungsbedingungen mussten die Banken weniger Liquiditätspuffer vorhalten. Im September 2014 kam der Rückgang der Bilanzsumme zum Stillstand, und mit der Einführung der GLRGs sowie der Ankaufprogramme CBPP3, ABSPP und PSPP setzte erneut eine Ausweitung ein. Die Anlageportfolios blieben indessen weitgehend stabil, wobei allerdings einige Schwankungen bei den Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zu beobachten waren, die in erster Linie mit Wechselkurseffekten zusammenhingen.

Um seine Geldpolitik effektiv durchführen zu können und Besicherungspässe der zugelassenen Geschäftspartner zu lindern, hat das Eurosystem die Zulassungskriterien für die als Sicherheiten für seine Kreditgeschäfte akzeptierten Aktiva geändert und erweitert.³ Dabei erfolgt nach wie vor eine regelmäßige Überprüfung der bestehenden Risikokontrollmaßnahmen, damit die Bilanz weiterhin abgesichert bleibt. Zu diesen Maßnahmen gehören die Verpflichtung der Geschäftspartner zur Hinterlegung angemessener Sicherheiten, die tägliche Bewertung der eingereichten Sicherheiten und die Anwendung angemessener Bewertungsabschläge.⁴

Entwicklung der Passivseite der Bilanz des Eurosystems

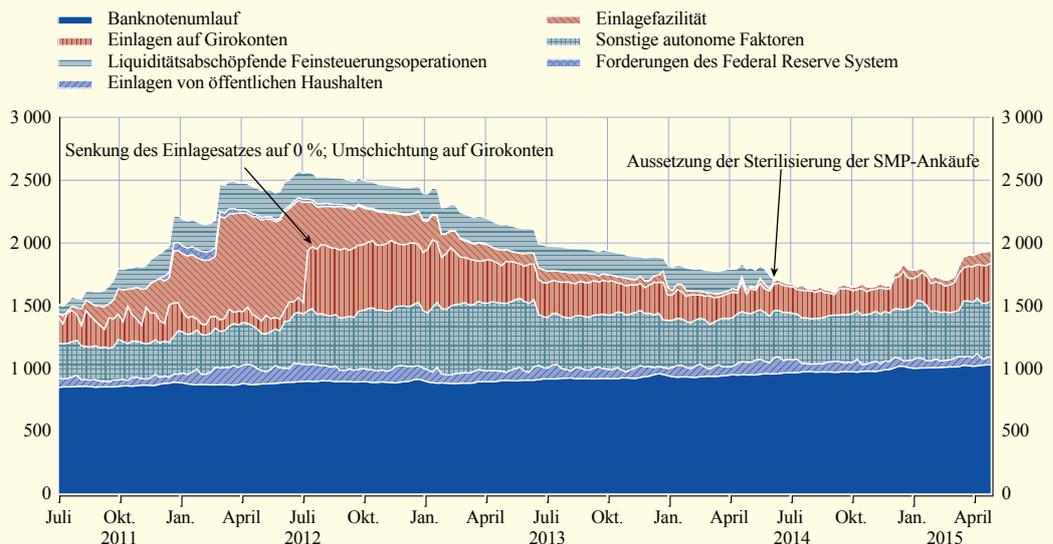
Die wichtigsten Passivpositionen sind geldpolitische Instrumente und autonome Faktoren. Zu den geldpolitischen Instrumenten auf der Passivseite zählen die Girokonten der Geschäftspartner, die Einlagefazilität und andere liquiditätsabsorbierende Instrumente. Die Einlagefazilität

³ Nähere Informationen hierzu finden sich z. B. in: EZB, Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems während der Krise, Monatsbericht Juli 2013.

⁴ Siehe die Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (Neufassung).

Abbildung B Aufschlüsselung der vereinfachten Bilanz des Eurosystems: Passiva

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

wurde nach der Durchführung der beiden dreijährigen LRGs deutlich stärker in Anspruch genommen. Ausschlaggebend hierfür waren der Finanzierungsbedarf der Geschäftspartner und eine höhere vorsorgliche Nachfrage nach Liquidität. Nachdem die EZB den Einlagesatz im Juli 2012 auf null senkte, verlagerten die Geschäftspartner ihre liquiden Mittel teilweise von der Einlagefazilität auf ihre Girokonten, weil Einlagen in der Einlagefazilität gleich verzinst wurden wie die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giroguthaben. Was die übrigen liquiditätsabsorbierenden Instrumente betrifft, so wurde die über das SMP bereitgestellte Liquidität bis Juni 2014 vollständig durch wöchentliche liquiditätsabschöpfende Geschäfte neutralisiert, damit die Ausstattung mit Zentralbankliquidität vom SMP unberührt blieb. Das Eurosystem unterhält Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets, weil die liquiditätszuführenden Geschäfte in US-Dollar über Swap-Vereinbarungen mit dem Federal Reserve System umgesetzt wurden.

Unter die autonomen Faktoren fallen der Banknotenumlauf, die Einlagen der öffentlichen Haushalte und Restposten, auf welche die Zentralbanken kaum oder gar keinen Einfluss nehmen können. Die Einlagen von öffentlichen Haushalten sind in letzter Zeit rückläufig, weil der im Juni 2014 eingeführte negative Einlagesatz auch auf die Einlagen von öffentlichen Haushalten Anwendung findet, die einen bestimmten Schwellenwert überschreiten.⁵

⁵ Siehe die Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 5. Juni 2014 zur Änderung der Leitlinie EZB/2014/9 über Inlandsgeschäfte zur Verwaltung von Aktiva und Passiva durch die nationalen Zentralbanken (EZB/2014/22).

Vor dem Hintergrund einer gedämpften Inflation und eines schwachen Geldmengen- und Kreditwachstums wurden 2014 zusätzliche Kreditlockerungsmaßnahmen ergriffen, um die Transmission zu verbessern. Die verhaltene konjunkturelle Erholung, die 2013 eingesetzt hatte, gewann nicht wie ursprünglich erwartet an Fahrt. Das Geldmengenwachstum blieb gedämpft, und die Kreditvergabe schrumpfte weiter, wenngleich das Tempo der Kreditkontraktion allmählich nachließ. Vor diesem Hintergrund beschloss die EZB im Juni 2014 die Einführung von GLRGs

und im September 2014 den Erwerb von ABS und gedeckten Schuldverschreibungen und senkte die Leitzinsen an ihre Untergrenze. Dieses Maßnahmenpaket zielte auf eine Verbesserung der geldpolitischen Transmission und eine weitere geldpolitische Lockerung ab. Insbesondere sollte eine Senkung der durchschnittlichen Kreditkosten der privaten Haushalte und Unternehmen auf ein Niveau bewirkt werden, das stärker dem intendierten geldpolitischen Kurs entsprach, um so die Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu unterstützen.

Zur Förderung der Bankkreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte) wurden GLRGs durchgeführt.²³ Diese Geschäfte boten allen Banken, die bei ihrer Kreditvergabe an die Realwirtschaft bestimmte Referenzgrößen erfüllten, über einen Zeitraum von bis zu vier Jahren ab Beginn des ersten Geschäfts eine langfristige Refinanzierung zu attraktiven Bedingungen. Beweggründe für diese Maßnahme waren die überwiegend bankbasierte Finanzierungsstruktur der Wirtschaft im Euroraum sowie die Tatsache, dass die verhaltene Gewährung von Bankdarlehen die wirtschaftliche Erholung wesentlich behinderte. Mit den GLRGs sollte für die Banken ein Anreiz zur Ausreichung von Krediten an die Realwirtschaft geschaffen und somit eine Verbesserung der geldpolitischen Transmission herbeigeführt werden. Günstigere Refinanzierungsbedingungen bewirken in der Regel eine Lockerung der Kreditbedingungen und stimulieren die Kreditschöpfung.²⁴

Im Oktober bzw. November 2014 begann der Erwerb von Wertpapieren im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP). Diese Käufe bewirkten eine weitere Verbesserung des Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und unterstützten die Kreditvergabe an die Realwirtschaft. Sie tragen der Bedeutung dieser Instrumente bei der Förderung der Vergabe neuer Kredite an die Wirtschaft Rechnung. So besteht eine enge Verbindung zwischen den Zinsspreads, zu denen ABS und gedeckte Schuldverschreibungen gehandelt werden, und der Verzinsung der diesen Papieren zugrunde liegenden Bankkredite. Der Erwerb solcher Wertpapiere dürfte daher (über den Preiseffekt) deren Verzinsung drücken, und die niedrigeren Zinsen dürften (über den Weitergabeneffekt) auf die zugrunde liegenden Kredite an den privaten Sektor überwältigt werden, wodurch sich die Kreditbedingungen verbessern und die Banken Spielraum für die Ausreichung neuer Kredite erhalten.

Ergänzt wurden diese Kreditlockerungsmaßnahmen durch eine quantitative Orientierungsgröße für die Bilanzsumme, was eine wesentliche Veränderung der geldpolitischen Kommunikation der EZB darstellte. Angesichts der weiteren Verschlechterung der Inflationsaussichten wurde es für erforderlich erachtet, in der Kommunikation der EZB auch Aussagen zum angedachten Volumen der Wertpapierkäufe zu treffen. Im Hinblick auf Wertpapierkäufe als Instrument zur Verstärkung der geldpolitischen Akkommodierung herrscht naturgemäß eine höhere Unsicherheit als in Bezug auf Leitzinsänderungen. Da die Märkte für ABS und gedeckte Schuldverschreibungen beide beeinträchtigt waren, haben die Ankaufprogramme ein hohes Transmissionspotenzial pro Ankaufseinheit, wobei die genauen Auswirkungen jedoch schwer vorherzusagen sind. Die Ankäufe senken die Refinanzierungskosten der Banken, die ihre günstigeren Finanzierungsbedingungen an die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen weiterreichen dürften. Ist die Liquiditätsspritze groß genug, ist darüber hinaus auch mit breiteren gesamtwirtschaftlichen

23 Siehe die Pressemitteilung der EZB vom 5. Juni 2014 über die Ankündigung geldpolitischer Maßnahmen zur Verbesserung des Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus.

24 Zunächst wurde ein Zinsspread von 10 Basispunkten gegenüber den Hauptrefinanzierungsgeschäften beschlossen, der dann im Januar 2015 für die sechs noch verbleibenden GLRGs auf null gesetzt wurde.

Übertragungseffekten zu rechnen. Indem sie ihre Kommunikation um eine quantitative Dimension ergänzte, signalisierte die EZB, dass ein hohes Ankaufvolumen entscheidend war, um einen bedeutenden makroökonomischen Effekt zu erzielen.

Nachdem sich die Inflationsaussichten weiter eintrübten und sich über die Kreditlockerungsmaßnahmen nicht der erforderliche Grad an geldpolitischer Akkommodierung herbeiführen ließ, beschloss die EZB im Januar 2015 ein Ankaufprogramm für Wertpapiere des öffentlichen Sektors. Im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme – PSPP) sollen am Sekundärmarkt Investment-Grade-Wertpapiere von Regierungen der Euro-Länder, im Euroraum ansässigen Emittenten mit Förderauftrag und supranationalen Institutionen erworben werden. Zusammen bilden die Programme PSPP, CBPP3 und ABSPP das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten. Die Ankäufe im Rahmen des erweiterten Programms begannen im März 2015 und belaufen sich auf 60 Mrd € pro Monat.²⁵ Sie sollen bis Ende September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar ist, die im Einklang steht mit dem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Im Mai 2015 machten die Ankäufe öffentlicher Wertpapiere weniger als 2 % der gesamten ausstehenden Staatsschuldtitel des Eurogebiets aus.

Die seit Juni 2014 ergriffenen Sondermaßnahmen – darunter sowohl die Initiativen zur Kreditlockerung als auch die umfangreichen Wertpapierankäufe zur weiteren Lockerung des geldpolitischen Kurses nach Erreichen der Leitzinsuntergrenze – markieren eine Verschiebung von einer passiven zu einer aktiven Bilanzpolitik. Dabei wirken die Ankäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors in erster Linie über Portfolioumschichtungs- und Signaleffekte. Während beide Effekte vom Volumen der Ankäufe abhängen, spielt bei der Signalwirkung auch die zeitliche Dimension eine Rolle. Durch den beachtlichen Umfang der monatlichen Ankäufe und die Bekanntgabe der voraussichtlichen Programmdauer mit der Möglichkeit einer Verlängerung, wenn dies für eine nachhaltige Gewährleistung von Preisstabilität erforderlich ist, dürfte das erweiterte Ankaufprogramm einen bedeutenden monetären Stimulus liefern, der sich in einer Ausweitung der Bilanzsumme des Eurosystems widerspiegeln wird.

Letztendlich wird sich der Erfolg der jüngsten Programme und Operationen daran zeigen, ob es gelingt, mittelfristig wieder Preissteigerungsraten von unter, aber nahe 2 % zu erzielen. Wenngleich es aufgrund der Wirkungsverzögerung bei der Transmission geldpolitischer Akkommodierung noch zu früh ist, den vollständigen Beitrag der Maßnahmen zur Erreichung dieses Ziels einzuschätzen, liefern eine Reihe von Frühindikatoren zu den Finanzierungsbedingungen und zum Vertrauen positive Signale. Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen begannen sich schon lange vor der Bekanntgabe des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten aufzuheben, weil diese Maßnahme von den Marktteilnehmern nach der Ankündigung des EZB-Rats, bei Bedarf zur Ergreifung zusätzlicher Schritte bereit zu sein, antizipiert worden war. Die Renditen von Anleihen aus dem Euroraum sind seit Dezember 2014 über alle Instrumente, Laufzeiten und Emittentengruppen hinweg zurückgegangen, in vielen Fällen auf historische Tiefstände. Unterdessen sind die Realzinsen vor dem Hintergrund der leichten Aufwärtstendenz der mittelfristigen Inflationserwartungen weiter gesunken. Die Spreads auf Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating haben sich weiter verringert, und die Aktienkurse sind stark gestiegen. Der Euro hat sich deutlich abgeschwächt, worin teilweise die zunehmende Abkopplung der Staatsanleiherenditen im Euroraum von den US-Renditen zum Ausdruck kommt.

²⁵ Näheres hierzu siehe EZB, Das erweiterte Programm des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten, Kasten 1, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 1, Februar 2015.

Die günstigen Entwicklungen an den Finanzmärkten greifen allmählich auf die Realwirtschaft über. Die niedrigeren Refinanzierungskosten der Banken werden nach und nach auf die Außenfinanzierungskosten des nichtfinanziellen privaten Sektors überwältigt. Unterstützt wird diese Weitergabe durch die umfassende Bewertung (Comprehensive Assessment) der Bilanzen der wichtigsten Banken im Euroraum, die 2014 in Vorbereitung auf den einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism) durchgeführt wurde. Die Renditen unbesicherter Bankanleihen sanken im Schlussquartal 2014 auf einen historischen Tiefstand. Diese Entwicklung ging mit einem starken Rückgang des zusammengesetzten Zinssatzes für Bankkredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften einher. Die nominalen Kosten der nicht bankbasierten Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Eurogebiets verringerten sich im Schlussquartal 2014 und in den ersten Monaten des laufenden Jahres infolge erneut gesunkener Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und geringerer Eigenkapitalkosten weiter.

4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

In den letzten Jahren hat sich die Zentralbankbilanz – d. h. ihre Größe und Zusammensetzung – zu einem flexiblen geldpolitischen Instrument entwickelt. Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise begibt sich die Geldpolitik zunehmend auf neue Pfade jenseits ihrer traditionellen Arbeitsweisen und bedient sich immer stärker der Zentralbankbilanz als geldpolitisches Instrument. In vielen Wirtschaftsräumen ist es durch die immer stärkere Nutzung der Zentralbankbilanz zu einem Wechsel von einer reaktiven bzw. passiven Liquiditätsbereitstellung auf Nachfrage, die nur wenig Spielraum zur Beeinflussung der allgemeinen Finanzlage bietet, zu einer aktiven bzw. kontrollierten Verwendung der Bilanz zur Einflussnahme auf die allgemeinen finanziellen Bedingungen gekommen. Neben der Erfüllung ihrer traditionellen Aufgabe, im Fall von Finanzmarktspannungen als letzte Instanz den Zugang zu Refinanzierungsmitteln zu gewährleisten, verwendeten die Zentralbanken ihre Bilanz auch, um gegen Beeinträchtigungen bei der Transmission der Geldpolitik vorzugehen und eine weitere monetäre Lockerung herbeizuführen, als die kurzfristigen Nominalzinssätze ihre effektive Untergrenze erreicht hatten. Somit hat sich die Zentralbankbilanz als ein flexibles flexibles Instrument mit vielfältigen geldpolitischen Einsatzmöglichkeiten erwiesen.

Allerdings ist gerade aufgrund der großen Flexibilität der geldpolitischen Nutzung der Zentralbankbilanz eine wichtige Einschränkung zu beachten: Die Zuführung einer Einheit Liquidität kann sowohl innerhalb eines bestimmten Wirtschaftsraums im Verlauf der Zeit als auch in verschiedenen Wirtschaftsräumen zu einem bestimmten Zeitpunkt sehr unterschiedliche Auswirkungen entfalten. In einer gegebenen Volkswirtschaft kann die Zentralbank ihre Bilanz abhängig von den jeweiligen Umständen im Zeitverlauf zur Erzielung unterschiedlicher Effekte einsetzen, wie dies in den letzten Jahren der Fall war. Außerdem können in verschiedenen Wirtschaftsräumen aufgrund der unterschiedlichen Wirtschafts- und Finanzstrukturen, Verfahren und Arbeitsweisen verschiedene Arten der Einflussnahme auf die Größe und Zusammensetzung der Zentralbankbilanz erforderlich sein. Angesichts dieser Überlegungen ist Vorsicht im Hinblick auf allzu vereinfachende Vergleiche geboten.

In den vergangenen Jahren hat die EZB die Bilanz des Eurosystems intensiv zur Erfüllung ihres Preisstabilitätsmandats genutzt. Dabei war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten wie in anderen Wirtschaftsräumen. Nach einer erhöhten Liquiditätsbereitstellung in den anfänglichen Phasen der Finanzkrise (Ausweitung der Zuteilungen im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte) wurden längerfristig Mittel bereitgestellt und Refinanzierung zugesichert (längerfristige Refinanzierungsgeschäfte in Form von Mengentendern mit Vollzuteilung). Hierauf folgten dann

Maßnahmen zur Stärkung der geldpolitischen Transmission (SMP, GLRGs, CBPP1 und CBPP2). Zuletzt legte die EZB ein weiteres Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen sowie neue Programme für ABS und Wertpapiere des öffentlichen Sektors auf. Diese Maßnahmen sollen die Weitergabe an die Realwirtschaft stärken und eine weitere allgemeine Lockerung des geldpolitischen Kurses bewirken, nun da sich die kurzfristigen Nominalzinsen an ihrer effektiven Untergrenze befinden.

Die Outright-Käufe von Wertpapieren signalisieren die Entschlossenheit der EZB zur Erreichung ihres vorrangigen Ziels. Sie verstärken den Signaleffekt und führen zu Portfolioumschichtungen, die auf eine breite Spanne von Vermögenswerten übergreifen. Dies dürfte dazu beitragen, die Kreditgewährung und das Wirtschaftswachstum anzukurbeln und letztlich eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung herbeizuführen, die mit dem Ziel in Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

ÜBERWACHUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS UND SEINER MITGLIEDSTAATEN DURCH DEN IWF

AUFSÄTZE

Überwachung des Euro-Währungsgebiets und seiner Mitgliedstaaten durch den IWF

Die Überwachungstätigkeit des IWF beinhaltet die Beobachtung der Wirtschafts- und Finanzpolitik seiner Mitgliedsländer und der Weltwirtschaft sowie die Identifizierung möglicher Stabilitätsrisiken und die Beratung im Hinblick auf erforderliche Politikänderungen. In den letzten Jahren hat der IWF die Qualität seiner Überwachung im Allgemeinen und damit auch im Hinblick auf den Euroraum und dessen Mitgliedstaaten deutlich verbessert. Er hat auf die durch die Krise zutage getretenen Schwachstellen der globalen Finanzmärkte und einiger Euro-Länder reagiert, indem er mehrere neue Initiativen in die Wege leitete und in Schlüsselbereichen seine Praktiken verfeinerte. Diese Änderungen sind das Ergebnis einer kritischen Reflexion seitens des IWF, als deren zentraler Bestandteil die Überprüfung seiner Überwachung im Jahr 2011 gelten kann. Gleichwohl besteht noch Raum für eine zusätzliche Stärkung der Überwachungsverfahren und für weitere Änderungen, damit die Überwachung des IWF wirksamer und besser auf die in den einzelnen Volkswirtschaften herrschenden Bedingungen zugeschnitten ist – was nicht zuletzt vor dem Hintergrund der jüngsten erheblichen Überarbeitungen des wirtschafts- und finanzpolitischen Rahmens innerhalb der EU/ des Euro-Währungsgebiets von Bedeutung ist.

Der vorliegende Aufsatz dient einer Bestandsaufnahme der Überwachung des Euroraums und seiner Mitgliedstaaten durch den IWF im Licht dieser aktuellen Veränderungen. Dabei wird auch das Zusammenspiel der Überwachungsverfahren von EU und IWF mit Blick auf das Eurogebiet untersucht. Da der Schwerpunkt auf den regulären Überwachungsaktivitäten des IWF liegt, bleibt die im Zuge finanzieller Hilfsprogramme erfolgende Überwachung hier unberücksichtigt.

I EINLEITUNG

In den letzten Jahren hat der IWF eine Reihe von Maßnahmen zur Stärkung seines Handlungsrahmens und seiner Instrumente für die Überwachungstätigkeit ergriffen. Eine Schlüsselrolle nahmen hierbei die Dreijahresprüfungen der Überwachungspolitik (Triennial Surveillance Reviews) ein. Da die Dreijahresprüfung von 2011 die erste umfassende Überprüfung nach Beginn der weltweiten Finanzkrise darstellte, war sie von besonderer Bedeutung.¹ Im Zuge dieser Prüfung wurden zentrale Prioritätsbereiche identifiziert, mit deren Umsetzung der IWF-Stab seither befasst ist: a) Verflechtung, b) Risikobeurteilung, c) Finanzstabilität, d) außenwirtschaftliche Stabilität und e) Wirksamkeit. Darüber hinaus wurde im Jahr 2012 durch die Verabschiedung der integrierten Überwachungsentscheidung (Integrated Surveillance Decision) auch der Rechtsrahmen aktualisiert, sodass der IWF nun alle Politikmaßnahmen prüfen kann, die für die außen- und binnenwirtschaftliche Stabilität eines Mitgliedslandes relevant sind, wobei er auch interne und externe Übertragungseffekte und Wechselwirkungen zwischen Politikmaßnahmen der einzelnen Länder berücksichtigen kann. Die Verabschiedung einer Strategie zur Finanzüberwachung stellte ebenfalls einen wichtigen Schritt dar, um die Erkennung von Risiken und die Politikanalyse in Bezug auf den Finanzsektor zu verbessern und eine ganzheitliche Betrachtung der aus Produkten und Instrumenten im Finanzsektor erwachsenden Risiken zu fördern.

Im Jahr 2014 nahm der IWF seine jüngste Dreijahresprüfung der Überwachungspolitik² vor, die sich mit drei Kernbereichen befasste: a) Integration und Vertiefung der Analyse von Risiken und Übertragungseffekten, b) spezifischere und fundiertere Politikberatung sowie c) stärkere Wirksamkeit. In Bezug auf den ersten Bereich ergab sich aus der Prüfung, dass nach wie vor deutlicher Spielraum für die Analyse von Synergien zwischen der bilateralen und der

¹ In diese Prüfung flossen auch die Ergebnisse des Berichts „IMF Performance in the Run-Up to the Global Economic and Financial Crisis“, den das Independent Evaluation Office des IWF 2011 verfasste, mit ein.

² Internationaler Währungsfonds (IWF), 2014 Triennial Surveillance Review: Overview Paper.

multilateralen Überwachung besteht. Ferner stellte der IWF-Stab fest, dass das Verständnis zu vertiefen sei, wie sich Risiken über Länder hinweg verteilen und sektorübergreifende Übertragungseffekte entstehen. Was den zweiten Bereich betrifft, so wurde aufgezeigt, wie wichtig eine auf die länderspezifischen Gegebenheiten zugeschnittene Beratung ist. Mit Blick auf eine Stärkung seiner Politikberatung erachtete es der IWF-Stab ferner als bedeutsam, sein Verständnis der makroprudenziellen Politik weiter zu vertiefen und seinem Mandat entsprechend die gesamtwirtschaftlichen Effekte von Strukturreformen hervorzuheben. Zum dritten Bereich betonte der IWF die Notwendigkeit einer länderspezifischeren und offeneren Kommunikation.

Auf der Grundlage eines aktuellen Berichts der Arbeitsgruppe für IWF-Angelegenheiten des ESZB-Ausschusses für internationale Beziehungen³ befasst sich der vorliegende Beitrag mit den Änderungen der Überwachung des Euroraums und seiner Mitgliedstaaten durch den IWF, die sich seit der wegweisenden Dreijahresprüfung des Jahres 2011 ergeben haben.

In Abschnitt 2 werden das Regelwerk des Fonds für die Beobachtung des Eurogebiets und seiner Mitgliedsländer beschrieben und das Zusammenspiel mit dem Überwachungsrahmen von EU und Euroraum – welcher in der jüngeren Vergangenheit ebenfalls wesentliche Änderungen durchlaufen hat – erörtert. Abschnitt 3 befasst sich mit der Umsetzung der Nachkrisenüberwachung von Eurogebiet und Euro-Ländern durch den IWF im Hinblick auf die oben genannten Prioritätsbereiche. Dabei wird auch die Bedeutung der europäischen Bankenunion für seine Überwachungstätigkeit betrachtet. In Abschnitt 4 wird untersucht, wie sich die IWF-seitige Überwachung des wirtschafts- und finanzpolitischen Rahmens der WWU im Einzelnen gestaltet, und Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 HANDLUNGSRAHMEN DER IWF-SEITIGEN ÜBERWACHUNGSTÄTIGKEIT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET UND SEINE MITGLIEDSTAATEN

2.1 NEUER RECHTSRAHMEN

Mit der Verabschiedung der integrierten Überwachungsentscheidung im Jahr 2012 trat ein neuer rechtlicher Rahmen für die Überwachungstätigkeit des IWF in Kraft. Die Rechtsgrundlage der Überwachung durch den IWF bildet Artikel IV des IWF-Übereinkommens, der zwischen bilateraler und multilateraler Überwachung unterscheidet.⁴ Durch die integrierte Überwachungsentscheidung wurde der Überwachungsrahmen dahingehend aktualisiert, dass der IWF nun effektiver mit seinen Mitgliedern über ihre nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik diskutieren kann und dass auch die bilateralen Artikel-IV-Konsultationen Bestandteil der multilateralen Überwachung sind. Insbesondere versetzt diese Entscheidung den IWF in die Lage, mit den Mitgliedsländern das gesamte Spektrum der Übertragungseffekte nationaler Politikmaßnahmen, die sich erheblich auf die globale Stabilität auswirken können, zu erörtern.

Während die integrierte Überwachungsentscheidung auch die Grundlage einer verbesserten Überwachung von Währungsunionen bildet, hat sich hinsichtlich der bilateralen Überwachungstätigkeit der Wirtschaftspolitik der Mitglieder kaum etwas gegenüber der 2007

³ Task Force on IMF Issues of the International Relations Committee of the European System of Central Banks, IMF Surveillance in Europe, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 158, Januar 2015.

⁴ In Artikel IV Abschnitt 1 ist festgelegt, dass „sich jedes Mitglied zur Zusammenarbeit mit dem Fonds und anderen Mitgliedern [verpflichtet], um geordnete Wechselkursregelungen zu gewährleisten und ein stabiles Wechselkurssystem zu fördern.“ Es obliegt dem IWF, die Erfüllung dieser Verpflichtungen durch die einzelnen Mitglieder zu überwachen, wobei der Wechselkurspolitik der Länder erhöhte Aufmerksamkeit zu schenken ist. Abschnitt 3 Buchstabe a schreibt vor, dass „der Fonds das internationale Währungssystem [überwacht], um sicherzustellen, daß es wirksam funktioniert“, und bildet die Grundlage für die multilaterale Überwachung des IWF.

verabschiedeten Entscheidung verändert. Eine Verbesserung ergab sich insofern, als nun betont wird, dass nicht nur im Bereich der Zahlungsbilanz der Union, sondern auch in binnenwirtschaftlicher Hinsicht Stabilität zu gewährleisten ist. Sinnvollerweise ging aus der integrierten Überwachungsentscheidung ein Handlungsleitfaden für die Überwachung von Währungsunionen hervor. Darin wird dem IWF-Stab explizit geraten zu beurteilen, inwieweit die auf Unionsebene praktizierte Wirtschafts- und Finanzpolitik (d. h. Wechselkurs-, Geld-, Finanz- und Finanzsektorpolitik) der Stabilität von Binnenwirtschaft und Zahlungsbilanz der Union wie auch der globalen Stabilität dienlich ist. Auch wenn die Entscheidungsstrukturen von EU und WWU gestärkt wurden, so wird diese rechtliche Grundlage weiterhin durch die einzelstaatliche Mitgliedschaft im IWF beschränkt. Die integrierte Überwachungsentscheidung greift die Entscheidung von 2007 auf, indem sie in Absatz 8 explizit festlegt, dass die Mitgliedstaaten von Währungsunionen weiterhin an alle ihre Verpflichtungen nach Artikel IV Abschnitt 1 gebunden sind und demzufolge jedes Mitglied für Politikmaßnahmen verantwortlich ist, die in seinem Namen auf Unionsebene von den zuständigen Institutionen durchgeführt werden. Analog hierzu verbleiben alle aus der Mitgliedschaft im IWF erwachsenden Rechte und Pflichten bei den Staaten, auch wenn das Institutions- und Ordnungsgefüge im Fall der Euro-Länder unterschiedlich ausfällt, da sie eine unabhängige Zentralbank haben und in einigen Politikbereichen gemeinsame Beschlüsse fassen. Keines der europäischen Organe oder Foren ist Mitglied im IWF oder zur Zusammenarbeit mit diesem verpflichtet. Der Europäischen Zentralbank wurde durch die IWF-Entscheidung Nr. 11875-99/1 vom 21. Dezember 1998 ein Beobachterstatus eingeräumt, sodass sie bei bestimmten Tagesordnungspunkten und bei für ihr Mandat relevanten Themen an den Sitzungen des Exekutivdirektoriums teilnehmen darf.⁵

2.2 ÜBERWACHUNGSPRAXIS: BILATERAL, REGIONAL UND MULTILATERAL

Die Konsultationen des IWF finden mit den einzelnen Ländern des Eurogebiets statt (und münden in Länderberichten zur einzelstaatlichen Politik), aber auch mit den Stellen, die den Euroraum als Ganzes repräsentieren (Ergebnis ist dann ein Bericht über Politikmaßnahmen auf Euroraumebene). Ferner führt der IWF alle fünf Jahre ein Programm zur Bewertung des Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program – FSAP) durch, welches Euro-Länder mit einem systemrelevanten Finanzsystem⁶ betrifft, auf Antrag aber auch auf andere Staaten des Euro-raums ausgedehnt werden kann. Darüber hinaus wurde im März 2013 erstmals ein FSAP für die Europäische Union abgeschlossen.

Die Modalitäten für die Überwachung des IWF im Euroraum wurden mit der Einführung des Euro formalisiert.⁷ Für die einzelnen Staaten des Eurogebiets hat sich an den jährlichen Konsultationen nach Artikel IV des IWF-Übereinkommens nichts geändert. Da der Euroraum kein Mitglied des IWF ist, finden für ihn keine gesonderten Artikel-IV-Konsultationen statt. Stattdessen gibt es auf Arbeitsebene einen halbjährlichen Meinungsaustausch des IWF mit EZB, Europäischer Kommission und sonstigen EU-Organen und -Einrichtungen sowie einen jährlichen IWF-Stabsbericht über die Politikmaßnahmen des Euroraums. Beides dient der Ergänzung und stärkeren Fundierung der mit den einzelnen Euro-Ländern stattfindenden Artikel-IV-Konsultationen (nicht etwa umgekehrt). In der Praxis erfolgt die Überwachung des Eurogebiets durch den IWF mithin zweigleisig: Für die Währungsunion gibt es eine separate, mit der Artikel-IV-Überwachung der Einzelstaaten koordinierte Überwachungsprozedur. Es finden also Konsultationen mit den 19 Staaten

5 Bei den Sitzungen des Exekutivdirektoriums des IWF hat die EZB einen Beobachterstatus; im Internationalen Währungs- und Finanzausschuss haben sowohl die EZB als auch die Europäische Kommission diesen Status.

6 Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich und Spanien.

7 IWF-Entscheidungen Nr. 12846-(98/125) und Nr. 12899-(02/119) in der durch IWF-Entscheidung Nr. 14062-(08/15) geänderten Fassung.

des Euroraums sowie eine Konsultation über die Politik von EZB und Europäischer Kommission statt, sodass insgesamt 20 jährliche Berichte erstellt werden. Ferner analysiert der Fonds im Zuge der multilateralen Überwachung die Entwicklungen im Eurogebiet in seinem Weltwirtschaftsausblick (World Economic Outlook), dem Bericht zur Stabilität des globalen Finanzsystems (Global Financial Stability Report) und dem „Fiscal Monitor“. Darüber hinaus verfasst er seit 2011 bzw. 2012 jährliche Berichte zu Übertragungseffekten (Spillover Reports) sowie zur Außenwirtschaft (External Sector Reports), in denen auch das Eurogebiet sowie dessen wichtigste Mitgliedstaaten betrachtet werden.

2.3 ÜBERWACHUNGSRAHMEN DER EU/DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS UND DES IWF: MÖGLICHE SPANNUNGEN UND POSITIVE WECHSELWIRKUNGEN

Die Krise der jüngeren Zeit hat auch sukzessive Reformen des für EU und Eurogebiet geltenden Überwachungsrahmens nach sich gezogen. So wurden neue Überwachungsverfahren für die Haushalts- und Wirtschaftspolitik der EU-Mitgliedstaaten sowie eine neue, primär für Euro-Länder geltende Finanzaufsicht eingeführt.⁸ Im Zusammenhang mit dem Europäischen Semester, in dessen Rahmen auf EU-Ebene für die einzelnen Länder Politikempfehlungen ausgearbeitet und ausgesprochen werden, wurde ein fester Zeitplan eingerichtet.

Der verstärkte Überwachungsrahmen der EU hatte bislang keine spezifischen Änderungen der IWF-seitigen Überwachung der Mitgliedstaaten von EU bzw. Euroraum zur Folge, wenngleich dies überlegenswert erscheint. Aus dem Zusammenspiel der gestärkten Überwachungsprozeduren der EU und jener des IWF könnten sich künftig besondere Herausforderungen für die EU-/Euro-Länder und den IWF ergeben. Erstens hat sich durch die zunehmend auf mehreren Ebenen (national, mehrere Länder im Verbund, Euroraum, EU) stattfindende wirtschaftspolitische Steuerung die Art der Politikgestaltung für die Euro-Länder verändert. Daher muss der IWF diese neuen Prozesse der EU/des Euroraums bei seiner Überwachung gebührend berücksichtigen, was diese erschweren oder sogar die Konsistenz der Ergebnisse in den Berichten zu Einzelstaaten und Euroraum beeinträchtigen kann. Zweitens unterscheiden sich die beiden Überwachungsverfahren in Bezug auf Umfang, Schwerpunkt, Durchsetzungsmechanismen und Wirksamkeit. Auch wenn die einzelnen Länder fortlaufend durch den IWF überwacht werden, so steht doch der jährliche Artikel-IV-Bericht – der kooperativen Charakter hat – im Mittelpunkt, und die Einflussmöglichkeiten des IWF hängen von der Fundiertheit der in diesem Bericht vorgebrachten Argumente, der gegenseitigen Druckausübung durch seine Mitgliedsländer und zuweilen auch von den möglichen Auswirkungen des Berichts auf die Finanzmärkte ab. Demgegenüber handelt es sich bei der EU-seitigen Überwachung um einen kontinuierlichen Prozess, der regelmäßige formelle Sitzungen vorsieht und in das Europäische Semester eingebettet ist; dies bedeutet, dass im zweiten Halbjahr eine Prüfung der Umsetzung erfolgt und es rechtsverbindliche Verfahren für den Umgang mit fiskalischen und makroökonomischen Ungleichgewichten gibt. Ferner erstreckt sich die Überwachungsprozedur der EU auch auf die Strukturpolitik.

Die Überwachung des IWF mündet gewöhnlich in einer breiter angelegten, eher strategisch ausgerichteten Politikberatung, während die EU im Rahmen ihrer Überwachung detailliertere länderspezifische Empfehlungen ausspricht. Komplikationen können sich ergeben, wenn aufgrund unterschiedlicher Ansichten über die Wirksamkeit bestimmter politischer Instrumente in einem bestimmten Umfeld gegensätzliche Empfehlungen abgegeben werden. Des Weiteren kann es sein, dass die Ratschläge des IWF nicht immer mit den geltenden Regeln der

⁸ Siehe beispielsweise EZB, Fiskalpakt für eine stärkere Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht Mai 2012, und EZB, Die Verordnungen des „Zweierpakets“ zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht April 2013. Zur Bankenunion siehe EZB, Financial Stability Review, Mai 2014.

EU im Einklang stehen, wenn diese vom IWF-Stab als verbesserungswürdig angesehen werden, während die einzelnen EU-/Euro-Länder rechtlich nicht die Möglichkeit haben, sich über diese Regeln hinwegzusetzen und dem Rat des IWF Folge zu leisten. Dennoch können die Überwachungsverfahren von IWF und EU einander durchaus ergänzen, und der IWF kann sogar eine hilfreiche Rolle als unabhängiger, vertrauenswürdiger externer Berater spielen. Der Fonds verfügt über umfassendes Know-how, einen reichen Erfahrungsschatz über viele Länder und Jahrzehnte hinweg und verfolgt einen Ansatz, der primär an der wirtschaftlichen Analyse ausgerichtet und weniger an institutionelle Zwänge gebunden ist. Durch seinen Blick von außen ergänzt er die binneneuropäische Sichtweise, sodass er grundsätzlich eine wichtige Rolle spielt. Mit seinen Empfehlungen kann er für die Euro-Länder als Impulsgeber fungieren, damit diese gemeinsame Überlegungen anstellen und erforderlichenfalls eine Änderung ihrer einzelstaatlichen oder der gemeinschaftlichen Politik anstreben.

3 UMSETZUNG DES IWF-ÜBERWACHUNGSRAHMENS

Insgesamt ist der IWF bei der Implementierung des neuen Rahmens für seine Überwachungstätigkeit weltweit und im Eurogebiet auf einem guten Weg, wenngleich noch Raum für weitere Verbesserungen besteht. Im vorliegenden Abschnitt wird anhand der in den Jahren 2013 und 2014 erstellten Artikel-IV-Berichte über die Euro-Länder untersucht, inwieweit der IWF seinen Überwachungsrahmen in vieren der fünf Prioritätsbereiche angepasst hat, die in der Dreijahresprüfung von 2011 für das Eurogebiet identifiziert wurden: a) Verflechtung, b) Risiko-beurteilung, c) Finanzstabilität und d) Wirksamkeit. Darüber hinaus wird auch die Bedeutung der europäischen Bankenunion für die Überwachung des Euroraums und seiner Mitgliedstaaten durch den IWF beleuchtet.

3.1 VERFLECHTUNG

3.1.1 WIRTSCHAFTLICHE UND FINANZIELLE VERFLECHTUNGEN

Die bei der regionalen Überwachung gewonnenen Informationen fließen inzwischen sehr viel stärker in die Überwachung der einzelnen Euro-Länder ein. Die Analysen in den Artikel-IV-Länderberichten und im Bericht zur Finanzsystemstabilität (Financial System Stability Assessment) werden unter systematischer Berücksichtigung der wichtigsten Daten zu den wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im gesamten Eurogebiet erstellt und in diesen Kontext eingeordnet.

Multilaterale Berichte wie der Weltwirtschaftsausblick und der Bericht zur Stabilität des globalen Finanzsystems enthalten meist spezifische Kapitel oder Abschnitte, die sich ausführlich mit bestimmten Themen, wie z. B. der Verflechtung zwischen Banken, Unternehmen und dem Staat, befassen. Zur Ermittlung der wesentlichen Anfälligkeiten und Herausforderungen des Euroraums wurde in den letzten Berichten nur eine kleine Ländergruppe betrachtet, und die Entwicklungen wurden lediglich unter dem Aspekt der Interaktion zwischen „Kernländern“ und „finanziell angeschlagenen Ländern“ beleuchtet.

Für ein besseres Verständnis der Auswirkungen von Schocks und wirtschaftspolitischen Entscheidungen erscheint es ferner überlegenswert, auf der Grundlage der Länderberichte die Analyse von Übertragungswirkungen zu vertiefen. Dies beinhaltet unter Umständen, über die derzeitige zusammenfassende Feststellung von Übertragungseffekten im Euroraum hinauszugehen und die im Rahmen der Länderüberwachung angestellten Untersuchungen stärker in die Überwachungsprodukte zur Währungsunion einfließen zu lassen. In Anlehnung an die jüngsten Berichte

zu Übertragungseffekten könnte zudem erwogen werden, die Betrachtung der negativen Schocks, die in den Länderberichten primär erfolgt, durch detailliertere Untersuchungen positiver einwärts gerichteter Übertragungswirkungen zu ergänzen.

3.1.2 POLITISCHE VERFLECHTUNGEN

Bei der Berücksichtigung der politischen Vernetzung innerhalb des Euroraums wurden Fortschritte erzielt. So scheint die länderspezifische Politikberatung die wichtigsten wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Eurogebiet sowie den wirtschafts- und finanzpolitischen Rahmen besser im Blick zu haben. Der IWF-Stab unterscheidet mittlerweile klar zwischen den politischen Maßnahmen, die in den Zuständigkeitsbereich europäischer Behörden fallen (z. B. Geldpolitik), den Maßnahmen, für die die nationalen Regierungen verantwortlich sind (z. B. Strukturreformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit) und jenen, die auf Grundlage eines EU-Regelwerks (z. B. des Stabilitäts- und Wachstumspakts – SWP) ergriffen werden. Entsprechend werden bei der Politikberatung zu Finanzfragen nun auch die Entwicklungen berücksichtigt, die sich in der EU, im Euroraum und auf nationaler Ebene durch die grundlegende Reform der EU-Aufsichtsstruktur ergeben.

Es ist in der Tat wichtig, die wesentlichen politischen Verflechtungen zwischen den Euro-Ländern aufzuzeigen. Zu diesem Zweck können detailliertere Gespräche mit den Behörden geführt werden, bei denen es um die Frage geht, wie sich die Mitgliedschaft im Eurogebiet auf Anfälligkeiten und Politikoptionen auswirkt. Dabei wäre beispielsweise auch auf die einheitliche Geldpolitik im Umfeld unterschiedlicher makroökonomischer Bedingungen in den einzelnen Ländern sowie auf die Rolle der nationalen makroprudenziellen Politik im Euroraum einzugehen. Es wäre auch denkbar, die im Rahmen des EU-Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten gewonnenen Feststellungen mit den Einschätzungen des IWF in Bezug auf die binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte des Eurogebiets zu vergleichen. Den Behörden könnten zudem bessere Übersichten über die finanzielle und reale Vernetzung innerhalb des Euroraums zur Verfügung gestellt werden. Ungeachtet des Ziels binnenwirtschaftlicher Stabilität könnten die den Behörden vorgeschlagenen Politikmaßnahmen auch durch Informationen über deren mögliche außenwirtschaftliche Übertragungseffekte ergänzt werden.

Sinnvoll wären nachdrücklichere und klarer formulierte Politikempfehlungen zu gesamtwirtschaftlich wichtigen Strukturreformen, die mit dem Mandat des IWF in diesem Politikbereich im Einklang stehen, sowie Hinweise zu den voraussichtlichen Auswirkungen dieser Reformen. Die Erörterung von Fragen mit Relevanz für den Außenhandelsaldo – wie bei Mitgliedsländern einer Währungsunion meistens der Fall – sollte systematischer erfolgen. Die Politikempfehlungen könnten sich zudem auf länderübergreifende Analysen stützen. Der IWF könnte die Erkenntnisse anderer Stellen, insbesondere der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, besser nutzen. Daneben könnte er versuchen, die Wirkung von Strukturreformen auf das Wirtschaftswachstum und, soweit möglich, die Binnen- und Außenwirtschaft des Eurogebiets zu quantifizieren, wobei auch auf die mit einer solchen Schätzung verbundenen Schwierigkeiten (u. a. aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von Daten und Ressourcen sowie technischer Beschränkungen) hinzuweisen wäre. Damit würde der Fonds an die Arbeit anknüpfen, die er bereits im Kontext der G-20-Wachstumsstrategien begonnen hat.

3.2 RISIKOBEURTEILUNG

Im Zuge der Nachkrisenüberwachung im Euroraum wurden die Risikodiskussionen ausgeweitet; für das Basisszenario bestehende Risiken werden inzwischen für alle Mitgliedstaaten ermittelt, und die meisten Berichte enthalten nun auch eine Matrix für die Risikobeurteilung.

Durch das Aufzeigen von Transmissionskanälen und die Zuweisung von Wahrscheinlichkeitswerten für die Risiken und ihre potenziellen Auswirkungen setzen die Überwachungsberichte stärkere Schwerpunkte. Daneben werden in den meisten Fällen auch die wirtschaftspolitischen Implikationen und Maßnahmen betrachtet.

Eine sachgerechte Risikobeurteilung weist hinreichend auf die Einschränkungen/Schwierigkeiten hin, mit denen die Analyse (aufgrund der Methodik oder des Datenmaterials) behaftet ist; zudem berücksichtigt sie vor allem im Fall potenziell brisanter Informationen etwaige unbeabsichtigte Folgen ihrer Veröffentlichung für die Märkte. Vor diesem Hintergrund wäre es zwar sinnvoll, wenn der IWF alle relevanten Risiken frühzeitig zu erkennen suchte. Dabei wäre aber sorgfältig darauf zu achten, dass die Veröffentlichung keine prozyklische Verstärkung von Trends in bereits angeschlagenen Ländern zur Folge hätte. Der IWF könnte auch einen strukturellen Ansatz durch eine verbesserte Kommunikation zu mittelfristigen Risikoszenarios wählen.

3.3 FINANZSTABILITÄT

Die umfangreiche Erörterung von Finanzstabilitätsfragen in den Länderberichten zeigt, dass der IWF bei der Beseitigung diesbezüglicher Schwachstellen gut vorankommt. Die Anfälligkeiten und die daraus resultierenden Risiken für das Finanzsystem werden in allen Artikel-IV-Berichten über die Euro-Länder thematisiert, die zumeist auch Informationen über makrofinanzielle und länderübergreifende Verflechtungen enthalten. Analyse und Erörterung dieser Verflechtungen werden in den einzelnen Berichten jedoch unterschiedlich gehandhabt und könnten noch weiter vertieft und verbessert werden. Hinsichtlich der Finanzstabilitätspolitik wurden in allen Fällen konkrete Maßnahmen aufgezeigt, und mehr als die Hälfte der Berichte enthielt Informationen über die Umsetzung der Empfehlungen des Programms zur Bewertung des Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program – FSAP) oder zumindest Bezugnahmen auf diese Empfehlungen. Das erste EU-weite FSAP war ein wichtiger Meilenstein. Dabei ging es in erster Linie um die Frage, wie die supranationalen Institutionen der EU/WWU mit den nationalen Institutionen zusammenarbeiten und in welcher Form sie ihnen „prioritäre Empfehlungen“ zur Überwindung grenzüberschreitender Risiken und Verbesserung des Finanzstabilitätsrahmens im Binnenmarkt unterbreiten. Der Programmbericht ging auch auf die FSAPs zu den einzelnen EU-Ländern ein, indem er die daraus gewonnen Erkenntnisse sowie die wesentlichen länderspezifischen Risiken und Schwachstellen, die in diesen FSAPs identifiziert wurden, vorstellte. Einige der Empfehlungen, z. B. zur Bankenunion, haben die politischen Entscheidungen in hohem Maße beeinflusst. Bei den Politikempfehlungen besteht jedoch noch Verbesserungspotenzial. So könnten auch konkretere Empfehlungen zu Fragen der Finanzstabilität/des Finanzsektors abgegeben werden, etwa in Bezug auf grenzüberschreitende Kooperationsregelungen oder den Abbau internationaler Hemmnisse. Als positives Beispiel ist das EU-weite FSAP aus dem Jahr 2013 zu nennen, in dem sich der IWF-Stab nachdrücklich für einen supranationalen Ansatz bei den Governance-Regelungen aussprach. Dadurch sollte eine zu starke Orientierung an nationalen Interessen und eine Fragmentierung der EU verhindert werden. Mit der anvisierten Schaffung einer Kapitalmarktunion in der EU eröffnen sich für den IWF neue Möglichkeiten für politische Empfehlungen in diesem Bereich.

Die Errichtung einer Bankenunion in Europa und die damit einhergehende Neuverteilung der Zuständigkeiten bei der mikro- und makroprudenziellen Aufsicht wirken sich bereits jetzt auf die Überwachung des Finanzsektors der EU-Mitgliedstaaten durch den IWF aus. Dies gilt sowohl für die Artikel-IV-Konsultationen als auch für die FSAPs zu den Euro-Ländern. Wenn Überwachung und Beratung durch den IWF weiterhin effektiv und zielführend sein sollen, müssen sie dem neuen politischen Handlungsrahmen und den Verantwortlichkeiten auf Ebene der

EU-Mitgliedstaaten, des Euroraums und der Europäischen Union vollständig Rechnung tragen. In Bezug auf die Artikel-IV-Überwachung der Euro-Länder ist aufgrund der Bankenunion nunmehr eine Konsultation mit der EZB erforderlich, da dieser neue Zuständigkeiten im Bereich der mikro- und makroprudenziellen Aufsicht übertragen wurden. Bei den FSAPs für die Euro-Länder wird für die Beurteilungen in den Bereichen Aufsicht, Risiken und Abwicklung eine enge Zusammenarbeit zwischen dem IWF und den nationalen Behörden sowie den zuständigen Stellen des Eurogebiets notwendig werden. Die Zuweisung neuer politischer Verantwortlichkeiten kann auch eine Überprüfung des Beschlusses über den Beobachterstatus der EZB beim IWF erforderlich machen. Im Einklang mit der integrierten Überwachungsentscheidung des Fonds sind die auf der bilateralen/ regionalen Überwachung beruhenden Beurteilungen sorgfältig an die im Rahmen der multilateralen Überwachung verfassten Beurteilungen zu knüpfen.

3.4 WIRKSAMKEIT

Es besteht Einvernehmen darüber, dass die Überwachung des IWF nur dann wirksam und zielführend sein kann, wenn der Fonds Einfluss als vertrauenswürdiger Berater genießt.

Den Stabsleitlinien zur Überwachung im Rahmen der Artikel-IV-Konsultationen (Staff Guidance Note for Surveillance under Article IV Consultations) aus dem Jahr 2012 zufolge hat diese Wirksamkeit zwei Dimensionen: zum einen das Ausmaß, in dem sich die Behörden mit dem IWF über seine Analysen und Empfehlungen auseinandersetzen, zum anderen das Ausmaß, in dem die Beratung durch den Fonds ihren Niederschlag im politischen Handeln findet. Wirksamkeit muss jedoch auch vor dem Hintergrund gesehen werden, dass der IWF einer von vielen Beratern ist und die Behörden nicht verpflichtet sind, seine Ratschläge umzusetzen. Daher hängt die Wirksamkeit seiner Überwachung von einer qualitativ hochwertigen Analyse, Objektivität und Offenheit sowie einer effektiveren Kommunikation ab.

Der IWF hat in letzter Zeit verschiedene Maßnahmen ergriffen, um die Wirksamkeit seiner Beratung im Euroraum zu verbessern. Diese Aufgabe ist nicht zuletzt aufgrund der mit der Architektur der Währungsunion verbundenen Herausforderungen besonders schwierig. Bei der Zusammenarbeit mit nationalen und supranationalen Behörden konzentriert sich der IWF nun eher auf Fragen, die im Kerninteresse der Behörden stehen, und auf Folgeempfehlungen zu vorhergehenden Ratschlägen. So wurden z. B. sozialpolitische Themen mit gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen in fast allen Berichten über den Euroraum und dessen Mitgliedstaaten erörtert. Dabei lag der Schwerpunkt vor allem auf Arbeitsmarktentwicklungen und -reformen, da sie für die Gesamtwirtschaft eine wichtige Rolle spielen. Oftmals befasst sich der IWF-Stab auch mit seiner früheren Politikberatung, um die Umsetzung durch die nationalen Behörden zu überprüfen. Qualität und Relevanz seiner Analysen und Empfehlungen werden hierbei jedoch nicht betrachtet. Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auf den neuen Abschnitt „Point and Counterpoint to the Staff’s Views“ (Pro und Kontra zu den Ansichten des IWF-Stabs), der in einigen ausgewählten Berichten zu finden ist. Darin führen Mitarbeiter des IWF-Stabs mögliche Gegenargumente zu ihren eigenen Diagnosen und Empfehlungen an und reagieren auf etwaige Einwände. Eine Einführung dieser Neuerung in allen Artikel-IV-Berichten über die Euro-Länder wäre sinnvoll. Darüber hinaus wäre es aufschlussreich, einen Textkasten in die Berichte aufzunehmen, in dem auf die Qualität der vorangegangenen IWF-Beratung (einschließlich der Prüfung, ob und in welcher Form bisherige Empfehlungen vom Fonds geändert wurden) und die Umsetzung der Ratschläge durch die Behörden eingegangen wird. Durch das erneute Aufgreifen der Empfehlungen in späteren Berichten können Kontinuität und Einheitlichkeit gewährleistet und die Wirksamkeit der IWF-Überwachung weiter verbessert werden.

Die Offenheit der Behörden für die Beratung durch den IWF ließe sich eventuell auch durch eine angemessene zeitliche Planung fördern. In Bezug auf das Eurogebiet könnte es von Vorteil sein, die politischen Empfehlungen des IWF zeitlich besser auf den Politikgestaltungszyklus in der EU/im Euroraum abzustimmen, damit sie wirksamer in deren Entscheidungsprozesse einfließen können. Dies ermöglichte auch eine bessere Nutzung der IWF-Überwachungsberichte zu den einzelnen EU-Mitgliedstaaten im Rahmen der Länderüberwachungsprozesse auf europäischer Ebene.

4 ÜBERWACHUNG DES WIRTSCHAFTS- UND FINANZPOLITISCHEN RAHMENS DER WWU DURCH DEN IWF

Auch die wirtschafts- und finanzpolitische Überwachung des Euroraums durch den IWF hat sich in den letzten Jahren verbessert. Dies zeigt sich beispielhaft an dem 2011 veröffentlichten Bericht über die Politikmaßnahmen des Euroraums, in dem die Rahmenbedingungen erörtert wurden, die zur Staatsschuldenkrise im Eurogebiet geführt hatten. In jüngeren Berichten wurden wertvolle Bezüge zwischen einzelnen Elementen dieser Rahmenbedingungen hergestellt. So wurden 2012 die Bankenunion und die fiskalische Integration und Konsolidierung im Rahmen des SWP zueinander in Relation gesetzt. Der 2013 verfasste Bericht über die Politikmaßnahmen des Euroraums lenkte die Aufmerksamkeit auf Wahrscheinlichkeit und zu erwartende Auswirkungen möglicher Risiken und legte die Überarbeitung einiger Rahmenbedingungen nahe, die in einer innovativen, klaren und hilfreichen Risikobeurteilungsmatrix dargestellt wurden. Darüber hinaus wurde in den Berichten bei der Betrachtung der in unterschiedlichen Teilbereichen erzielten Fortschritte sinnvollerweise zwischen dem EU- und dem WWU-relevanten Regelwerk unterschieden.

Stabilität und Entwicklung des Euroraums und seiner Mitgliedstaaten hängen von einer verantwortungsvollen Regierungsführung ab, einem Aspekt, den der IWF eingehend prüft. Die EU- und euroraumweite Governance, also die Ausgestaltung und Umsetzung des politischen Rahmens der WWU, verlagert sich zunehmend von der nationalen auf die gemeinschaftliche bzw. zentralisierte Ebene. Zweckdienlich war hier die Betrachtung des Themas Governance durch den IWF-Stab im Jahr 2011, als dessen Berichte in die auf EU-Ebene geführten Gespräche über die Stärkung des finanzpolitischen Regelwerks der EU, die kritische Analyse der Effektivität des SWP sowie die Überwachungs-, Beschlussfassungs- und Durchsetzungsmechanismen (z. B. das Problem der Abstimmung mit qualifizierter Mehrheit im Rat) einfließen. Diese Art der Beratung ist hilfreich und könnte noch weiter verbessert werden, etwa durch a) eine tiefer gehende Untersuchung einiger Aspekte wie den des internen Überwachungssystems des Euroraums anhand von Material, das vom IWF-Stab zum Thema Fiskal- oder Bankenunion erarbeitet wurde, b) die Weiterverfolgung von Empfehlungen in nachfolgenden Berichten, um die Kontinuität und Konsistenz von IWF-Botschaften zu gewährleisten, und c) die angemessene Berücksichtigung des reformpolitischen Handlungsrahmens (einschließlich der Ansichten zum angemessenen Gleichgewicht zwischen Zuständigkeiten auf europäischer und auf nationaler Ebene).

Das gegenwärtige Format der Konsultationen zum Euroraum führt zu einer zweigleisigen, auf supranationaler und nationaler Ebene mit separaten Gesprächspartnern stattfindenden Überwachung, sodass es keinen umfassenden konsolidierten Bericht zum Euroraum gibt.⁹

Das Zusammenspiel mehrerer Beteiligter mit politischen Behörden ist unerlässlich für die Überwa-

⁹ Zudem ist nicht ganz eindeutig, welche Gremien der IWF mit „Behörden im Eurogebiet“ meint. In den Berichten über die Politikmaßnahmen des Euroraums bezieht sich der Begriff „Behörden“ ausdrücklich auf die EZB und die Europäische Kommission, wobei jedoch unter anderem auch die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA), der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) sowie der Europäische Rat, die Eurogruppe und die Arbeitsgruppe „Eurogruppe“ genannt werden.

chung des Euroraums. In diesem Sinne arbeitet der IWF bei der Überprüfung der Politikmaßnahmen des Euroraums in der Regel mit der Arbeitsgruppe „Eurogruppe“ und der Eurogruppe selbst zusammen. Dies erfolgt am Ende des Konsultationsprozesses in Form einer Präsentation der Ergebnisse; es handelt sich also nicht um eine Konsultation, die inhaltlich zur Überwachung beiträgt. Wie bei der nationalen Überwachung könnte es zur Erhöhung der Wirksamkeit der Maßnahmen von Vorteil sein, die politischen Entscheidungsträger auf Ebene der Arbeitsgruppe „Eurogruppe“ mit Blick auf die Funktionsweise des Euroraums insgesamt bereits zu einem früheren Zeitpunkt in den Konsultationsprozess einzubinden.

5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Der IWF hat seine Überwachung des Euroraums und der einzelnen Euro-Länder nach Maßgabe der wegweisenden Dreijahresprüfung der Überwachung im Jahr 2011 deutlich verbessert. Die Botschaften sind insgesamt konsistenter und zielgerichteter geworden. Für Euro-Länder erfolgt nunmehr eine stärkere Integration von bilateraler und euroraumweiter Überwachung, während sich die Analysen auf beiden Ebenen auf multilaterale Beiträge wie die Außenwirtschaftsberichte und Berichte über Übertragungseffekte stützen. Für alle Länder des Euroraums hat sich die Verzahnung der Artikel-IV-Berichte und der nationalen FSAPs verbessert. Darüber hinaus werden inzwischen in nahezu allen Artikel-IV-Berichten zu den Euro-Ländern Risikobeurteilungsmatrizen verwendet, in denen Risiken, Übertragungskanäle und Politikoptionen aufgezeigt sind. Die Nachbetrachtung bereits erteilter Ratschläge hat sich durch spezifische Textkästen verbessert, die seit 2012 in den meisten nationalen Artikel-IV-Berichten enthalten sind. Nicht zuletzt hat der IWF zahlreiche Vorschläge zur institutionellen Architektur der WWU unterbreitet, in jedem der jüngsten Berichte zum Eurorgebiet für eine stärkere finanzielle und fiskalische Integration plädiert und beratend die Schaffung einer Bankenunion unterstützt. Dennoch besteht nach wie vor Raum für eine Verbesserung der Überwachung des Euroraums und seiner Mitgliedstaaten. Es ist noch ein gewisser Weg zurückzulegen, bis die Empfehlungen der Dreijahresprüfung von 2011 vollständig umgesetzt sind und die Überwachungstätigkeit des IWF wirksamer und besser auf die spezifischen Bedingungen in den einzelnen Volkswirtschaften zugeschnitten ist – nicht zuletzt vor dem Hintergrund der jüngsten umfassenden Änderungen des Überwachungsrahmens innerhalb der EU/des Eurosystems.

ÖLPREISPROGNOSEN

Ölpreisprognosen sind ein wichtiger Bestimmungsfaktor gesamtwirtschaftlicher Projektionen. Grund dafür ist vor allem der Einfluss, den die Ölpreise auf die Inflation und die Produktion und somit auf die Geldpolitik ausüben. Terminkontrakte (Futures) zur Vorhersage von Ölpreisen heranzuziehen ist einfach, transparent und leicht vermittelbar. Allerdings können Futures die Markterwartungen nur unzureichend abbilden und haben in der Vergangenheit bereits zu erheblichen Fehlern bei der Prognose der HVPI-Teuerung beigetragen. In diesem Aufsatz wird ein Ansatz vorgestellt, der die Risiken von terminkontraktbasierten Vorhersagen einer Modellkombination gegenüberstellt, die geringere Prognosefehler produziert und für Veränderungen der Ölpriisdynamik weniger anfällig ist.

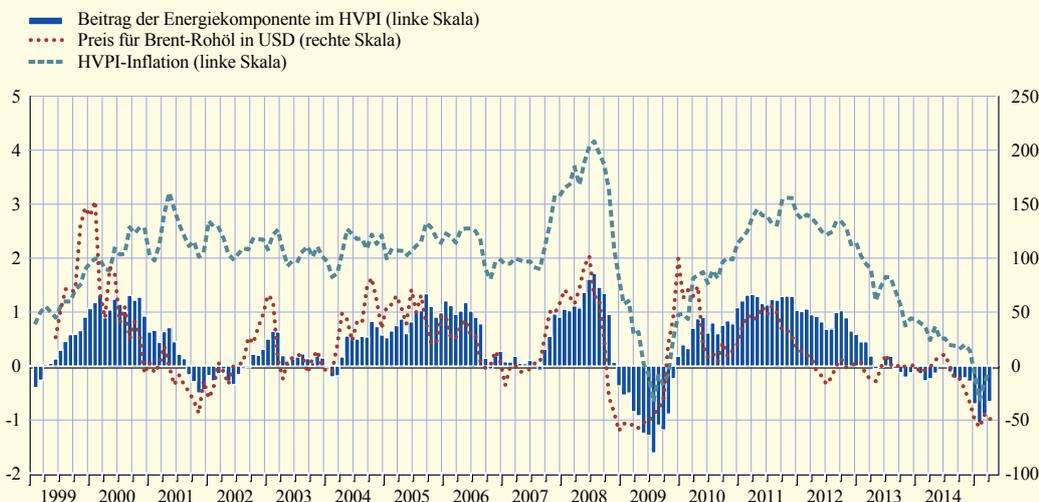
I EINLEITUNG

Die künftige Entwicklung der Ölpreise scheint in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen ein wichtiger Bestimmungsfaktor für Produktion und Inflation zu sein. Was die Teuerung betrifft, so geht von der Ölpreisentwicklung sowohl ein direkter Einfluss auf die Inflation aus (und zwar über die Preise von Energieerzeugnissen, die von den privaten Haushalten unmittelbar konsumiert werden, z. B. Kraftstoffe) als auch ein indirekter (über die Produktionskosten von Waren und Dienstleistungen). Historisch betrachtet ist die Volatilität der HVPI-Teuerung im Euroraum zu großen Teilen Schwankungen der Energiekomponente geschuldet (siehe Abbildung 1). Was die Produktion anbelangt, ergibt sich der Einfluss der Ölpreisentwicklung im Wesentlichen aus den damit verbundenen Veränderungen des real verfügbaren Einkommens der Privathaushalte und Unternehmen und den damit einhergehenden Folgeeffekten für die Konsum- und Investitionsausgaben.

Die jüngste Dynamik der Ölpreise hat gezeigt, wie schwierig es ist, solche Veränderungen vorherzusehen. Während die Ölpreise von 2011 bis Mitte 2014 weitgehend stabil waren, sanken sie in der Zeit von Ende Juni 2014 bis Mitte Januar 2015 um mehr als 50 %. Grund hierfür war ein

Abbildung 1 HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet und Preis für Brent-Rohöl

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und Bloomberg.

Überangebot am Markt, da die Schieferölproduktion in Nordamerika kräftig ausgeweitet wurde, die Ölnachfrage aber nur schleppend wuchs. Seither hat sich Öl um rund 40 % verteuert – in erster Linie aufgrund gewisser Anzeichen eines möglichen Angebotsrückgangs in den USA und der Erwartung einer Belebung der Nachfrage. Der kurzfristige Ausblick ist jedoch nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Die Prognoseleistung unter dem Gesichtspunkt der Genauigkeit oder Verzerrung hängt maßgeblich davon ab, wie gut sich die künftige Entwicklung der Ölpreise vorhersagen lässt. In den von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen (und auch in vergleichbaren Prognosen vieler anderer Zentralbanken und internationaler Organisationen) dienen die Notierungen an den Ölterminmärkten als technische Annahme, mit deren Hilfe die Erwartungen im Hinblick auf die künftige Ölpreisentwicklung abgebildet werden.¹ Allerdings hat die Verwendung solcher terminpreisbasierten Annahmen bereits zu erheblichen Prognosefehlern geführt. Prüfungen der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems bzw. der EZB haben gezeigt, dass die Prognoseverzerrung beim HVPI seit 1999 erheblich hätte reduziert werden können, wenn es gelungen wäre, Ölpreisschwankungen besser zu antizipieren. So ist die zu niedrige Schätzung der Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet in diesem Zeitraum maßgeblich auf dieses Manko zurückzuführen.

Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 werden allgemeine Probleme bei der Ölpreisvorhersage erörtert, Abschnitt 3 beleuchtet die Prognoseeigenschaften von Öl-Futures, und in Abschnitt 4 wird ein Überblick über alternative Prognosemethoden gegeben. In Abschnitt 5 schließlich wird eine neue Kombinationsmethode zur Prognose der Brent-Preise vorgestellt.

2 SCHWIERIGKEITEN DER ÖLPREISPROGNOSE

Wenngleich die Ölpreise bis zu einem gewissen Grad voraussagbar sind, erweist sich eine genaue Prognose als schwierig. Die Ölpreise lassen sich vorhersagen, da Öl ein physischer Rohstoff ist, dessen Preis weitestgehend von einschlägigen Fundamentaldaten und vor allem von der weltweiten Konjunktur abhängt. Dennoch ist es nicht einfach, eine geeignete Methode für die genaue Ölpreisvorhersage zu finden. Zusätzlich verkompliziert wird die Suche dadurch, dass sich die Marktdynamik im Zeitverlauf mitunter deutlich verändert. In diesem Abschnitt werden die Bestimmungsfaktoren von Ölpreisschwankungen diskutiert und die Herausforderungen erläutert, die die Volatilität der Ölpreise für die Prognose mit sich bringt.

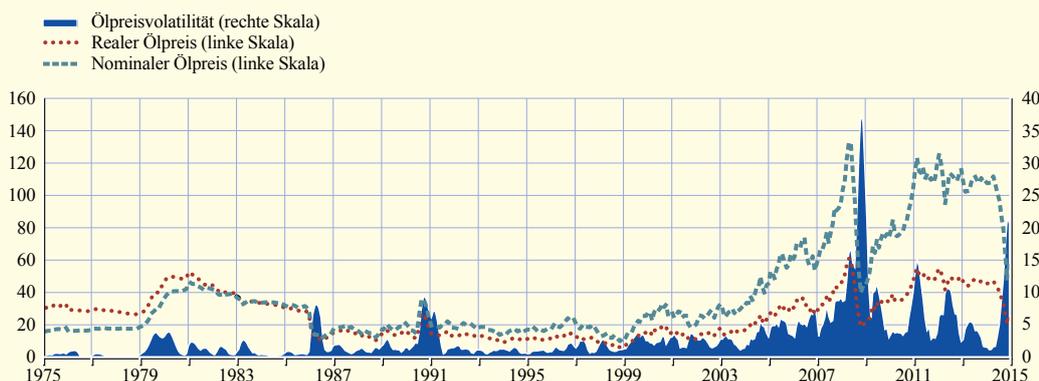
Je nach Bestimmungsfaktor kann der Ölpreis im Zeitverlauf sehr unterschiedlich reagieren. Die Ölnotierungen zeigten in der Vergangenheit sehr unterschiedliche Verhaltensweisen: Mal blieben sie stabil, mal folgten sie einem Aufwärtstrend, mal brachen sie ein (siehe Abbildung 2). Große Schwankungen lassen sich meist durch Veränderungen des Ölangebots, der Ölnachfrage oder der Ölvorräte erklären. Rückblickend wird ersichtlich, dass die großen Ölschocks der 1970er- und 1980er-Jahre auf heftige Erschütterungen auf der Angebotsseite zurückzuführen waren.² Nachdem der Ölpreis in den 1990er-Jahren zumeist relativ stabil geblieben war, stieg er ab 2003 im Zuge eines kräftigen Weltwirtschaftswachstums, das von den aufstrebenden Volkswirtschaften

1 Die Preise für Rohöl der Sorte Brent werden herangezogen, weil sie den führenden weltweiten Preisreferenzwert für leichtes, süßes Rohöl darstellen (da Brent-Preise für den überwiegenden Teil des international gehandelten Rohöls verwendet werden). Außerdem ist Brent-Rohöl vor allem für den europäischen Markt bestimmt und erfasst so die für den Euroraum relevante Ölpriisdynamik recht gut, wohingegen die Sorte West Texas Intermediate (WTI) besser die Entwicklung am US-amerikanischen Markt widerspiegelt.

2 Siehe beispielsweise J. D. Hamilton, Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 40(1), 2009, S. 215-283.

Abbildung 2 Historische Entwicklung des nominalen und realen Preises für Brent-Rohöl

(in USD/Barrel; mit dem US-VPI deflationiert, 1982-84 = 100 (linke Skala), eine Standardabweichung (rechte Skala))



Quellen: US Energy Information Administration und Federal Reserve Economic Data.

Anmerkung: Monatswerte; der Preis für Brent-Rohöl in USD/Barrel wurde anhand der Wachstumsrate der Beschaffungskosten der Raffinerien für importiertes Rohöl bis Mai 1987 zurückgerechnet und mit dem US-Verbraucherpreisindex deflationiert. Die Ölpreisvolatilität wird gemessen als sechsmonatige gleitende Standardabweichung des nominalen Ölpreises.

(insbesondere von China) ausging, stark an. Diese nachfragebedingte Ölpreissteigerung wurde erst durch die globale Finanzkrise im Jahr 2008 unterbrochen, als die Ölpreise aufgrund der weltweit einbrechenden Konjunktur innerhalb weniger Monate um etwa 70 % abstürzten, da der wirtschaftliche Abschwung die Ölnachfrage vor allem in den Industrieländern drastisch dämpfte. Nach einer raschen Erholung, die 2009 einsetzte, blieben die Ölpreise rund vier Jahre lang recht stabil: Das Nachfragewachstum schwächte sich ab und die Schieferölproduktion in Nordamerika zog an, doch wurde beides durch angebotsseitige Bedenken im Zusammenhang mit geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und zum Teil auch in Russland weitgehend ausgeglichen. Gleichzeitig trugen stetige Energieeffizienzsteigerungen und der zunehmende Einsatz alternativer Energieträger dazu bei, dass sich das Wachstum der Ölnachfrage in Grenzen hielt. In jüngerer Zeit fielen die Rohölnotierungen drastisch, da eine anhaltende Zunahme der Schieferölproduktion in Nordamerika und ein schwaches Nachfragewachstum (vor allem in China) zu einem Überangebot am Rohölmarkt führten. Als die geopolitischen Risiken nachließen, bewerteten die Märkte die Aussichten für die Ölmärkte neu, da die erhöhte geopolitische Unsicherheit in großen ölproduzierenden Ländern keinen Einfluss auf das weltweite Angebot hatte. Trotz des Angebotsüberschusses beschloss die OPEC auf ihrer Sitzung im November 2014, die Produktion nicht zu drosseln. Bislang hatte Saudi-Arabien tendenziell als Ausgleichsproduzent am Ölmarkt agiert und bei sinkenden Preisen die Produktion zurückgefahren bzw. diese bei steigenden Preisen erhöht, um die Rohölnotierungen zu stabilisieren.³ Die Strategieänderung Saudi-Arabiens im November verschärfte den Ölpreisverfall, da die Entscheidung, nicht zu reagieren, angesichts der steigenden Produktion von Schieferöl in Nordamerika als Vorstoß zur Sicherung der eigenen Marktanteile interpretiert wurde. Alles in allem wird deutlich, dass die Dynamik am Ölmarkt in Abhängigkeit vom jeweiligen Bestimmungsfaktor der Ölpreisentwicklung stark variieren kann. Zusätzlich zu den Angebots- und Nachfrageschwankungen können auch die Höhe der Ölvorräte sowie Veränderungen derselben die Ölpreisdynamik maßgeblich beeinflussen.

3 In einigen wenigen Fällen (z. B. im Jahr 1986) entschied sich Saudi-Arabien jedoch gegen eine Reduzierung der Fördermenge, da diese Strategie in einem Umfeld schwachen Nachfragewachstums, geringer Kartelldisziplin und starken Produktionszuwachses in Nicht-OPEC-Staaten als kontraproduktiv angesehen wurde.

Des Weiteren scheint die Volatilität der Ölpreise mit der Zeit zugenommen zu haben (siehe Abbildung 2). Empirische Untersuchungen zeigen, dass Schwankungen der Preiselastizität von Nachfrage und Angebot Phasen erhöhter Ölpreisvolatilität mit sich bringen.⁴ Andere Studien gehen davon aus, dass diese höhere Volatilität auch der verstärkten Nutzung von Öl als Finanzanlage geschuldet ist. Das aktive Management von Ölpreis-Vermögenswerten an den Terminmärkten seit den frühen 2000er-Jahren (auch „Finanzialisierung“ des Ölmarkts genannt) könnte dazu geführt haben, dass die Ölpreise schneller auf gesamtwirtschaftliche Meldungen reagieren, die in den Preisen für Vermögenswerte (beispielsweise Aktien) und in den Wechselkursen zum Ausdruck kommen.⁵

Eine wechselnde Dynamik am Ölmarkt und eine erhöhte Volatilität der dortigen Preise wirken sich in verschiedener Weise auf die Ölpreisprognose aus. Erstens ist zu beachten, dass Öl ein physischer Rohstoff ist, dessen Preis im Wesentlichen von ökonomischen Faktoren bestimmt wird. Somit ermöglicht die Einbeziehung von Daten zu diesen wirtschaftlichen Bestimmungsgrößen eine genauere Ölpreisprognose. Nur begrenzt verfügbare Daten beispielsweise zu Schwankungen der weltweiten Ölvorräte machen es dennoch schwieriger, Veränderungen der ölbezogenen Fundamentaldaten exakt zu erfassen.⁶ Außerdem wird Öl zunehmend auch als Finanzanlage verwendet, sodass die Kassanotierungen Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Umfelds tendenziell rascher widerspiegeln. Das kann kurzfristig zu einer höheren Schwankungsanfälligkeit der Preise führen, was die Preisprognose für diesen Zeithorizont erschwert. Zweitens neigt die Dynamik am Ölmarkt im Zeitverlauf zu beträchtlichen Veränderungen (je nach Bestimmungsfaktor); aus diesem Grund kann sich der Erfolg einer einzelnen Prognosemethode, die nur ein spezifisches Verhalten der Ölpreise erfasst, als sehr instabil erweisen. Folglich kann es hilfreich sein, verschiedene Vorhersagen, die jeweils ein bestimmtes Verhalten des Ölpreises abbilden, zu kombinieren, um so das Problem, dass die Aussagekraft der einzelnen Prognosemodelle im Zeitlauf aufgrund der veränderlichen Marktdynamik variiert, zu lösen. In den folgenden Abschnitten werden die Grenzen von terminkontraktbasierten Ölpreisprognosen aufgezeigt und alternative Vorhersageansätze beschrieben. Anschließend wird in Abschnitt 5 näher auf den Kombinationsansatz für die Prognose von Preisen für Brent-Rohöl eingegangen.

3 TERMINKONTRAKTE ALS INDIKATOR FÜR ERWARTETE ÖLPREISVERÄNDERUNGEN

Öl-Futures werden in ökonomischen Projektionen häufig als Basis für Annahmen in Bezug auf den Ölpreis herangezogen. Beispielsweise kommen sie in den von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet sowie in vergleichbaren Projektionen vieler anderer Notenbanken und internationaler Organisationen zum Einsatz. Der Hauptgrund für die Nutzung dieser Variablen als Basislinie für Ölpreisschätzungen liegt darin, dass sie eine einfache und transparente Prognosemethode ermöglichen, die sich leicht kommunizieren lässt.

Allerdings kommt es bei Ölpreisannahmen, die auf Futures basieren, zu gravierenden Prognosefehlern. In Tabelle 1 sind der mittlere absolute Fehler (mean absolute error – MAE) und die Wurzel der mittleren quadratischen Abweichung (root mean squared error – RMSE) der Eurosystem-/

4 Siehe etwa C. Baumeister und G. Peersman, The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market, in: Journal of Applied Econometrics, Bd. 28(7), 2013, S. 1087-1109.

5 Siehe unter anderem M. Fratzscher, D. Schneider und I. Van Robays, Oil prices, exchange rates and asset prices, Working Paper Series der EZB, Nr. 1689, 2014.

6 Im Jahr 2011 erkannten die G 20 die Bedeutung der Ölmarkttransparenz für das weltweite Wirtschaftswachstum an und sprachen sich im Rahmen der Gemeinsamen Öldaten-Initiative (Joint Oil Data Initiative) für eine Verbesserung der Datenlage zu Ölproduktion, -verbrauch und -raffinerie sowie zu den Vorratsbeständen aus.

Tabelle 1 Durchschnittliche Prognosefehler beim Ölpreis

(Q1 2005 bis Q4 2014)

	Mittlerer absoluter Fehler	Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers	Verzerrung
In 4 Quartalen	16,9	24,3	-1,6
In 8 Quartalen	19,9	24,4	-6,9

Quelle: EZB-Berechnungen.

EZB-Projektionsannahmen zu den nominalen Ölpreisen in vier und acht Quartalen für den Zeitraum von 2005 bis 2014 dargestellt. Der MAE legt den Schluss nahe, dass die Projektionen für die genannten Horizonte in dieser Zeit im Durchschnitt um 17 % bzw. 20 % vom tatsächlichen Ölpreis abwichen. Die höheren RMSE-Werte zeigen, dass sich hinter den MAE-Werten erhebliche Schwankungen verbergen, was die Treffsicherheit der Projektionen im Zeitverlauf betrifft. Diese Fehler haben beträchtliche Auswirkungen auf die Inflationsprojektionen. Schätzungen darüber, welchen Effekt ein Anstieg der Ölpreise um 10 % auf die Teuerung nach dem HVPI hätte, sind zwar mit Unsicherheit behaftet, liegen aber bei etwa 0,2 bis 0,3 Prozentpunkten im ersten Jahr nach dem Schock und zusätzlichen 0,1 bis 0,2 Prozentpunkten im zweiten Jahr. Dieser Effekt hängt vom Niveau der Ölpreise ab und fällt stärker aus, je höher diese sind.⁷ Zudem führten Terminkontrakte zu einer negativen Verzerrung der Prognose (siehe dritte Spalte in Tabelle 1), was darauf hindeutet, dass die tatsächlichen Ölpreise im Schnitt höher sind, als es die Terminkurse vermuten lassen würden.

Hauptursache für die großen Prognosefehler bei der Verwendung von Futures ist, dass die Terminkurve aufgrund der spezifischen Tatsache, dass Öl ein physischer und lagerbarer Rohstoff ist, für gewöhnlich flach und abwärtsgerichtet verläuft. Folglich vergrößert sich der Keil zwischen den Termin- und den Kassakursen, der den Verlauf der Terminkurve definiert, mit dem risikolosen Zins⁸, der Risikoprämie und den Lagerkosten und verkleinert sich mit der Verfügbarkeitsprämie. Während die ersten beiden Faktoren für jeden Vermögenswert gelten, der am Kassa- oder am Terminmarkt gehandelt wird, sind die letzten beiden typisch für den lagerbaren, begrenzt vorrätigen Rohstoff Öl. Die Verfügbarkeitsprämie spiegelt den Vorteil der Vorratshaltung wider und ist in der Regel höher als die anderen Komponenten, die den Keil zwischen Termin- und Kassapreisen beeinflussen. Infolgedessen sind die Kassapreise üblicherweise höher als die Terminkurse, sodass sich ein Abwärtsverlauf der Kurve ergibt; man spricht in diesem Zusammenhang auch von „Backwardation“. Ursächlich hierfür ist, dass bei angespannter Lage am Ölmarkt die Nachfrage nach Vorräten zum Kassapreis stark ist, sodass die Kassakurse im Verhältnis zu den Terminkursen steigen. Die Terminkurve kann jedoch auch nach oben zeigen, was als „Contango“ bezeichnet wird. Dazu kam es jüngst aufgrund des reichlichen Ölangebots im Zusammenspiel mit hohen Vorratsbeständen, und auch vor und nach der weltweiten Rezession befand sich der Ölmarkt in Contango (siehe Abbildung 3). Seit 1999 war die Terminkurve jedoch etwa 70 % der Zeit nach unten geneigt.

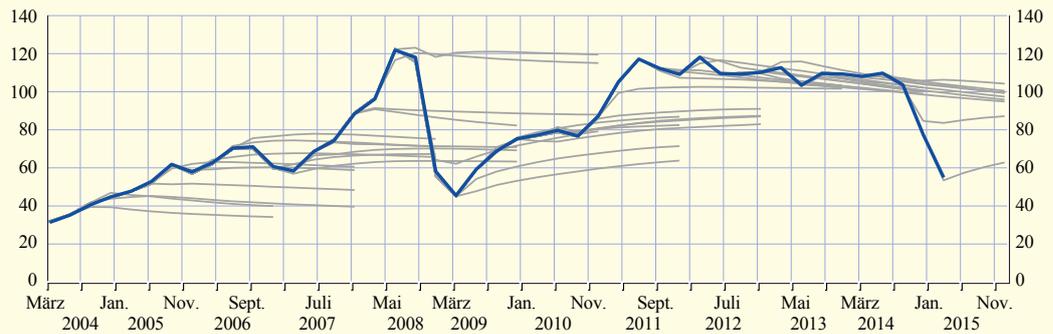
Die Terminkurven weisen nicht nur einen allgemein abwärtsgerichteten Verlauf auf, sie sind typischerweise auch eher flach, was mit der Arbitrage zwischen Kassa- und Terminkursen zusammenhängt. Daher sind Futures in Zeiten stabiler Ölpreise ein recht verlässlicher Indikator der künftigen Ölpreisentwicklung, bei volatilen Ölpreisen hingegen ist die Fehleranfälligkeit der Prognose hoch. Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, lieferten Futures in den Jahren 2012 und 2013 relativ treffsichere Vorhersagen für den Zeithorizont von vier und acht Quartalen, da die Ölpreise

⁷ Siehe Energy markets and the euro area macroeconomy, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 113, Juni 2010.

⁸ Der risikolose Zins entspricht den Opportunitätskosten für den Erwerb eines bestimmten Vermögenswerts.

Abbildung 3 Preis für Brent-Rohöl und entsprechende Futures

(in USD/Barrel)



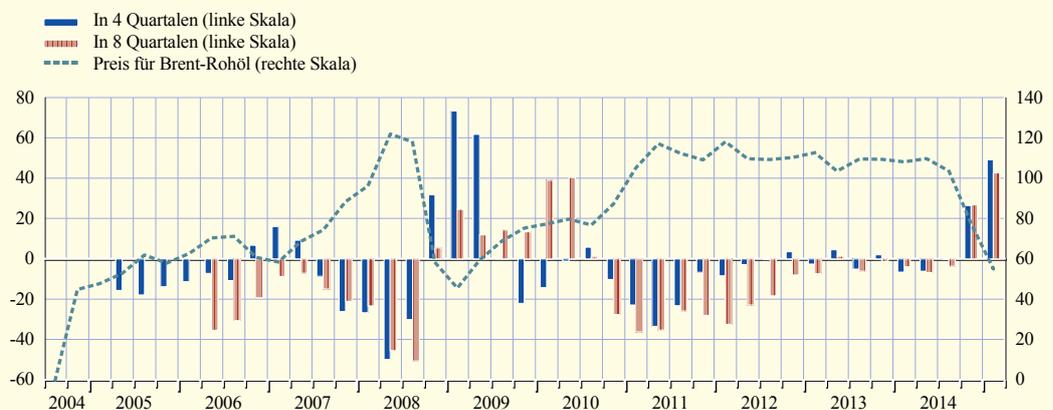
Quelle: Bloomberg.
Anmerkung: Die grauen Linien stellen individuelle Prognosen dar.

vergleichsweise stabil waren. Allerdings gab es in Phasen fallender und steigender Ölpreise beträchtliche Prognosefehler, etwa rund um die weltweite Finanzkrise und während des jüngsten Ölpreisrückgangs.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass Ölpreis-Futures die Markterwartungen nur unzureichend abbilden, da Arbitragemöglichkeiten zu einem eher flachen Verlauf der Terminkurve führen und die Verfügbarkeitsprämie für gewöhnlich einen Abwärtsverlauf der Kurve bewirkt. Keines dieser Merkmale steht in direktem Zusammenhang mit den Erwartungen des Marktes bezüglich der künftigen Ölpreisentwicklung. Zwar können Veränderungen des Verlaufs der Terminkurve Informationen über die Markterwartungen zur aktuellen und erwarteten Ölnachfrage und zu angebotsseitigen Fundamentaldaten liefern, im Großen und Ganzen hat sich die Prognosekraft der Terminkurve im Hinblick auf die Ölpreise jedoch nicht als verlässlich erwiesen.

Abbildung 4 Prognosefehler bei Futures

(in USD/Barrel)



Quelle: EZB-Berechnungen.

4 ALTERNATIVE ANsätze FÜR ÖLPREISPROGNOSEN

Die Veröffentlichung von Fachliteratur zu Ölpreisprognosen hat in den letzten Jahren stark zugenommen, und zwar zum Teil als Reaktion auf die Schwächen terminpreis-basierter Vorhersagen. Diese alternativen Prognoseansätze können in drei Hauptkategorien unterteilt werden: a) marktbasierter und statistische Ansätze, b) theoretische Ansätze und c) Kombinationen von Prognosemodellen. In diesem Abschnitt wird kurz auf ausgewählte Modelle jeder Kategorie eingegangen.

Erstens haben marktbasierter Indizes bzw. statistische Methoden den Vorteil, dass es sich um einfache und transparente Prognoseinstrumente handelt, aber sie schneiden generell nicht durchweg besser ab als andere Methoden. Was marktbasierter Prognosen betrifft, so stellen risikoadjustierte Futures eine Alternative zu normalen Futures dar, da sie versuchen, die negative Verzerrung der auf Terminkontrakten basierenden Prognose durch Bereinigung um eine Risikoprämie zu korrigieren. Diese Risikoprämie, die den Spread zwischen dem Preis für Ölerminkontrakte und dem Kassapreis beeinflusst, verändert sich im Zeitverlauf und hängt von der konjunkturellen Entwicklung ab. Es zeigt sich, dass die risikoadjustierten Futures vor allem bei einem längeren Zeithorizont von über sechs Monaten besser abschneiden als normale Terminkontrakte.⁹ Was andere statistische Ansätze angeht, so gibt es alternative Methoden zur Ölpreisprognose, beispielsweise das Random-Walk-Modell (das davon ausgeht, dass der künftige Ölpreis dem heutigen Preis entspricht), das Random-Walk-Modell mit Drift (das eine Zunahme des Ölpreises um eine bestimmte Rate unterstellt) und einfache autoregressive Modelle mit gleitenden Durchschnittswerten. Allerdings schneidet tendenziell keiner dieser einfachen Ansätze über alle Prognosehorizonte hinweg und im Zeitverlauf zuverlässig so gut ab wie andere Methoden (wie etwa die auf Futures basierenden Vorhersagen).

Zweitens liefern Prognosemodelle, die Daten zu ökonomischen Einflussfaktoren beinhalten, in der Regel genauere Vorhersagen als einfache Ansätze. Solche Modelle basieren auf der Beobachtung, dass die Ölpreise größtenteils von Schwankungen ökonomischer Variablen (u. a. Ölnachfrage und -angebot, globales Wirtschaftswachstum und Zinssätze) bestimmt werden. Sofern diese Variablen Informationen über die künftige Ölpreisentwicklung enthalten, verbessert deren Einbindung in die Prognosemodelle somit tendenziell die Vorhersagen zum Ölpreis. Viele Prognoseansätze sind theoriebasiert; die Bandbreite reicht dabei von einfachen Regressionsmodellen bis hin zu komplexeren Modellen mit mehreren Variablen.

Die Einbeziehung von anderen Rohstoffdaten sowie von Informationen zum Ölangebot und zur globalen Konjunktur trägt dazu bei, dass die Ölpreise über bestimmte Prognosehorizonte und Zeiträume genauer vorhergesagt werden können. Aufgrund der Intuition, dass Bewegungen bei den sonstigen Rohstoffen Schwankungen der globalen Rohstoffnachfrage widerspiegeln, verspricht die Verwendung aktueller Preissteigerungen bei sonstigen Rohstoffen für die Erstellung von Ölpreisprognosen auf kurze Sicht erfolgreich zu sein. Einfache Regressionen, welche die Ölpreisvorhersage mit Veränderungen des risikolosen Zinssatzes und der Wechselkurse großer Rohstoffexporteure in Verbindung setzen, wurden neben vielen anderen Ansätzen ebenfalls in der Fachliteratur untersucht.¹⁰ Obwohl vektorautoregressive Modelle (VAR-Modelle) höher parametrisiert sind, hat sich herausgestellt, dass VAR-Modelle, die Daten zu Ölproduktion, -vorräten und zur weltweiten Konjunktur beinhalten, über bestimmte Zeiträume – vor allem

⁹ Siehe P. Pagano und M. Pisani, Risk-Adjusted Forecasts of Oil Prices, in: The B.E. Journal of Macroeconomics, Bd. 9(1), 2009.

¹⁰ Ein Überblick findet sich in: R. Alquist, L. Kilian und R. J. Vigfusson, Forecasting the Price of Oil, in: G. Elliott und A. Timmermann (Hrsg.), Handbook of Economic Forecasting, Bd. 2, 2013, S. 427-507.

kurzfristig – genauere Ölpreisprognosen liefern als Random-Walk-Modelle oder Futures. Unter Verwendung Bayesianischer Schätzmethoden kann das VAR-Modell die Genauigkeit dieser VAR-basierten Projektionen weiter verbessern.¹¹ Schließlich können auch Strukturmodelle des Ölmarkts für die Erstellung von Ölpreisprognosen hilfreich sein. So zeigte sich, dass ein allgemeines Gleichgewichtsmodell bestehend aus erdölexportierenden und -importierenden Regionen, das die langfristige Entwicklung des Ölpreises abbildet, in Phasen steigender Preise die Prognosen im Vergleich zu Futures verbessern kann. Von Nutzen sind dabei unter anderem die Einbindung einer detaillierten Struktur der Angebotsseite des Ölmarkts in das Modell und die Annahme, dass die Ölpreise einem Trend folgen.¹²

Das generelle Problem mit einzelnen Prognosemethoden ist jedoch, dass ihre Vorhersageleistung angesichts der sich häufig verändernden Dynamik am Ölmarkt im Zeitverlauf tendenziell sehr instabil ist. Wie bereits in Abschnitt 2 dargelegt, ist ursächlich hierfür, dass viele Modelle nur ein spezifisches Verhalten der Ölpreise über einen bestimmten Zeitraum erfassen und die Dynamik der Ölpreise im Zeitverlauf je nach Bestimmungsfaktor zu beträchtlichen Veränderungen neigt. So führen VAR-Modelle, die Angaben zur Konjunktur und Öl-Fundamentaldaten beinhalten, in der Regel zu exakten Vorhersagen kurzfristiger Ölpreisschwankungen, die durch Veränderungen der globalen Konjunkturentwicklung bedingt sind. Allerdings lässt die Genauigkeit schnell nach, wenn andere Faktoren an Bedeutung gewinnen und sich der Prognosehorizont verlängert.

Durch die Zusammenlegung der Projektionen aus unterschiedlichen Vorhersageansätzen lassen sich tendenziell genauere Ergebnisse erzielen, die auch im Zeitverlauf stabiler sind. Diese Modellarten basieren darauf, dass die Instabilität der Prognoseleistung einzelner Methoden berücksichtigt wird. Der einschlägigen Literatur zufolge ist es hilfreich, individuelle Prognosen, die verschiedene Prognoseeigenschaften haben, zu kombinieren, um zu einer Projektion zu gelangen, die sich gegenüber strukturellen Brüchen in der zu prognostizierenden Variablen als robuster erweist.¹³ Angesichts der sich häufig verändernden Dynamik am Ölmarkt hat sich herausgestellt, dass eine Kombination aus Prognosemodellen bei der Vorhersage des Ölpreises gute Ergebnisse liefert.¹⁴

5 EINE PROGNOSEKOMBINATION FÜR BRENT-ROHÖLPREISE

In diesem Abschnitt wird eine Prognosekombination vorgestellt, die von der EZB neu entwickelt wurde, um die Preise für Brent-Rohöl vorherzusagen. Darüber hinaus wird die Treffsicherheit dieser Kombination im Rahmen der von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen untersucht. Diese Modellkombination¹⁵ wurde als gleichgewichteter Durchschnitt der einzelnen Projektionen konstruiert und wird generiert aus: a) Futures, welche die aktuelle Basis für die von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen bilden, b) risikoadjustierten Futures, die ein statistisches

11 Siehe L. Kilian und C. Baumeister, Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil, in: Journal of Business & Economic Statistics, Bd. 30(2), April 2012, S. 326-336.

12 Siehe A. Nakov und G. Nuño, Saudi Arabia and the Oil Market, in: The Economic Journal, Bd. 132, 2013, S. 1333-1362, sowie C. Manescu und I. Van Robays, Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance, Working Paper Series der EZB, Nr. 1735, 2014.

13 Siehe beispielsweise A. Timmermann, Forecast Combinations, in: Handbook of Economic Forecasting, Bd. 1, 2006, S. 135-196.

14 Zu den WTI-Ölpreisen siehe z. B. C. Baumeister, L. Kilian und T. K. Lee, Are there gains from pooling real-time oil price forecasts?, in: Energy Economics, Bd. 46, Dezember 2014, S. 33-43. Zu den Brent-Ölpreisen siehe C. Manescu und I. Van Robays, a. a. O.

15 Grundlage für die Modellkombination sind die Ergebnisse von C. Manescu und I. Van Robays, a. a. O.

Modell liefern mit dem Ziel, den Prognosefehler von Terminkontrakten durch Bereinigung um eine an die US-Konjunktur gekoppelte zeitvariable Risikoprämie zu korrigieren, c) einem Bayesianischen VAR-Modell (BVAR-Modell), bei dem es sich um ein empirisches Modell handelt, das auf Angaben im Zusammenhang mit Öl-Fundamentaldaten (Ölproduktion und -vorräte) und der globalen Konjunktur basiert, und d) einem dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell), d. h. einem theoretischen Modell der langfristigen Entwicklung am Ölmarkt (einschließlich Daten zur Ölförderung weltweit und in Saudi-Arabien sowie zur globalen Konjunktur), welches unterstellt, dass die Ölpreise einem Trend folgen.

Die Vorteile der Verwendung dieser spezifischen Kombination werden im Rahmen einer Echtzeit- und Out-of-Sample-Bewertung, die dem Aufbau der von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen folgt, verdeutlicht (Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1). Die Ergebnisse zeigen, dass die aus vier Modellen bestehende Prognosekombination – auch wenn man dem Aufbau der Projektionen folgt – in der Lage ist, die Vorhersagegenauigkeit im Vergleich zu Futures im Schnitt zu verbessern, die negative Verzerrung zu verringern und zugleich eine im Zeitverlauf robustere Prognoseleistung zu erbringen. Dies spricht für die Verwendung der Modellkombination als Alternative zur terminkontraktbasierten Ölpreisprognose. Wie bereits im vorherigen Abschnitt erwähnt, können die einzelnen Modelle zudem je nach Entwicklung des Ölpreises recht unterschiedlich abschneiden; dies ist der Grund dafür, dass die Leistung der einzelnen Modelle nicht nur für den gesamten Zeitraum von 1995 bis 2014 untersucht wurde, sondern auch für Teilzeiträume (siehe Tabelle 2).

Kasten

AUFBAU DER ANALYSE ZUR BEWERTUNG DER PROGNOSELEISTUNG

Im vorliegenden Kasten wird ein Überblick darüber gegeben, wie die Prognoseleistung der verschiedenen Modelle und der Modellkombination¹ beurteilt werden.

Die Bewertung bezieht sich auf die realen Ölpreise in US-Dollar und wird in Echtzeit sowie out-of-sample durchgeführt. Dabei werden die Stichtage für die Projektionen unter Verwendung der Daten vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2014 zugrunde gelegt.² Für die Schätzung der Parameter des BVAR-Modells werden Zahlen verwendet, die bis Januar 1973 zurückreichen. In Fällen, in denen nicht für den gesamten Schätzzeitraum monatliche Daten vorliegen (oder nur mit Verzögerung), wird ein Back- oder Nowcasting auf die Datenreihe angewendet. Dabei wird weitgehend ähnlich vorgegangen wie im Ansatz von Baumeister und Kilian.³ Bei risikoadjustierten Futures werden Monatsdaten zu den Terminkontrakten ab Januar 1990 herangezogen.⁴ Alle Modelle werden bei der Prognoseevaluation zu jedem Zeitpunkt

1 Die Modellkombination und die verschiedenen Modelle, die in der Kombination verwendet werden, werden vorgestellt in C. Manescu und I. Van Robays, Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance, Working Paper Series der EZB, Nr. 1735, 2014.

2 Für die Zeit vor November 1998 wurden nach dem Muster der späteren Stichtage unechte Stichtage errechnet.

3 Siehe C. Baumeister und L. Kilian, Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil, in: Journal of Business & Economic Statistics, Bd. 30(2), April 2012, S. 326-336.

4 Für Terminkontrakte mit längeren Laufzeiten ist der Zeitraum je nach Datenverfügbarkeit möglicherweise sogar kürzer. Sofern möglich wurden die Datenreihen anhand der Wachstumsraten von WTI-Futures mit passender Laufzeit rückwirkend rekonstruiert.

neu geschätzt, mit Ausnahme des DSGE-Modells, dessen Parameter kalibriert werden.⁵ Bewertet werden vierteljährliche Prognosen, die bis zu elf Quartale in die Zukunft reichen und durch Aggregation der monatlichen Vorhersagen erstellt werden. Aus zwei Gründen werden reale und keine nominalen Ölpreise zugrunde gelegt: Erstens liefern zwei der in der Modellkombination enthaltenen Modelle, nämlich das BVAR- und das DSGE-Modell, ohnehin Prognosen des realen Ölpreises.⁶ Zweitens dürfte es angesichts der Volatilität der Ölpreise im Vergleich zur Volatilität der Inflation in der Praxis keinen großen Unterschied machen, ob reale oder nominale Preise betrachtet werden.⁷ Zwei Kriterien werden in der Bewertung als Quantifikatoren verwendet: der mittlere quadratische Prognosefehler und die Prognoseverzerrung. Die Bewertung wird auf verschiedene Teilzeiträume angewendet, sodass auch die Stabilität der Aussagekraft im Zeitverlauf beurteilt werden kann. Der mittlere quadratische Prognosefehler ist eine gängige Messgröße der Prognoseleistung. Darüber hinaus ist es wichtig, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger sich der Größenordnung der in den Projektionen enthaltenen Verzerrung und der Wahrscheinlichkeit gravierender Prognosefehler bewusst sind.

5 Die DSGE-Parameter wurden anhand der für den Zeitraum von 1973 bis 2009 verfügbaren Daten kalibriert. Die kalibrierten Parameter beziehen sich auf langfristige Trends und Beziehungen gemäß der Wirtschaftstheorie, von denen angenommen werden kann, dass sie sich im Zeitverlauf nur selten verändern.

6 Die Prognose nominaler Ölpreise würde die Unsicherheit der Parameter erhöhen und die Leistung dieser beiden Modelle womöglich beeinträchtigen. Da die Modelle mit Futures und risikoadjustierten Futures Prognosen der nominalen Ölpreise liefern, werden im Rahmen der Bewertung diese Projektionen mit dem erwarteten VPI in den Vereinigten Staaten deflationiert. Dieser wird mithilfe eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts prognostiziert.

7 Wird die Prognosebewertung unter Verwendung der nominalen Ölpreise wiederholt, schneidet die Vier-Modelle-Kombination nahezu gleich ab.

Das BVAR-Modell erzielt in Zeiten stabiler und moderat steigender Ölpreise die besten Ergebnisse. Für den Zeitraum von 1995 bis 2001, als der Ölpreis anfangs weitgehend stabil war und dann zwischen 1999 und 2001 anstieg, ist das BVAR-Modell für den kurz- und den längerfristigen Prognosehorizont genauer als Futures, während die anderen Modelle nur in Ausnahmefällen exaktere Ergebnisse liefern als Terminkontrakte. Die Verbesserungen gegenüber dem auf Futures basierenden Modell erreichen bis zu 24 %, sind jedoch nicht immer statistisch signifikant.

Unter den in der Kombination enthaltenen Modellen zeigt das DSGE-Modell eine besonders gute Leistung in Phasen zunehmender Ölpreise. So bringen die anderen drei in der Kombination verwendeten Modelle für den Zeitraum von 2002 bis 2007 auf der Grundlage des mittleren quadratischen Prognosefehlers größtenteils bessere Leistungen als Futures. Dies verdeutlicht den Nachteil, den Vorhersagen anhand von Terminkontrakten haben, da ihre Kurve allgemein nach unten gerichtet ist. Von den drei Modellen schneidet das DSGE-Modell jedoch am besten ab: Bei einer Betrachtung des Prognosehorizonts von vier Quartalen beträgt die Verbesserung 24 %, von acht Quartalen 51 % und von elf Quartalen 67 % (siehe Tabelle 2, Grafik B). All diese Verbesserungen sind statistisch signifikant. Der Erfolg des DSGE-Modells in diesem Zeitraum ist zum Teil auf die Annahme zurückzuführen, dass die Ölpreise einem Trend folgen. Ungeachtet dessen wiegt dies die äußerst schlechten Ergebnisse des DSGE-Modells in den anderen Teilstichproben auf.

Im aktuelleren Zeitraum von 2008 bis 2014, als der Ölpreis anfangs sehr volatil war und sich danach stabilisierte, liefert das Modell mit risikoadjustierten Futures bei Prognosen für längere Zeithorizonte verlässliche Vorausschätzungen, während Terminkontrakte bei kürzeren Zeiträumen gut abschneiden. Ab dem zweiten Jahr erzielt das Modell mit risikoadjustierten Futures deutlich bessere Ergebnisse als Terminkontrakte. Darüber hinaus ist die Verbesserung des mittleren quadratischen Prognosefehlers sehr hoch: 50 % für den Zeitraum in acht Quartalen und

Tabelle 2 Mittlere quadratische Prognosefehler von Vorhersagen des realen Ölpreises im Vergleich zu Futures

Grafik A								
Ausgewählter Horizont (Quartale)	1995-2014				1995-2001			
	Adjustierte Futures	BVAR-Modell	DSGE-Modell	Vier-Modelle-Kombination	Adjustierte Futures	BVAR-Modell	DSGE-Modell	Vier-Modelle-Kombination
1	1,01	1,19	1,88 *	1,18 *	0,99	0,94	1,37	1,02
2	1,03	1,06	1,33	1,04	1,07	0,82	1,47	0,96
4	0,95	0,92	0,93	0,89 *	1,11	0,88 *	1,63	0,87
8	0,78	0,98	0,95	0,76 *	1,27	1,08	3,27 *	0,84
11	0,90	0,90	0,78	0,69 *	1,26	0,76	3,88 *	0,58 *

Grafik B								
Ausgewählter Horizont (Quartale)	2002-2007				2008-2014			
	Adjustierte Futures	BVAR-Modell	DSGE-Modell	Vier-Modelle-Kombination	Adjustierte Futures	BVAR-Modell	DSGE-Modell	Vier-Modelle-Kombination
1	1,02	1,00	1,19	0,99	1,00	1,27	2,15 *	1,26 *
2	0,94	0,94	0,83	0,87 *	1,04	1,11	1,43	1,09 *
4	0,81	0,82 *	0,76 *	0,82 *	1,02	0,99	0,95	0,94
8	0,88	0,73 *	0,49 *	0,72 *	0,50	1,36 *	1,15 *	0,82 *
11	1,11	0,66 *	0,33 *	0,70 *	0,25	1,58 *	1,11	0,69

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die mittleren quadratischen Prognosefehler im Vergleich zu Futures für die anderen Modelle: risikoadjustierte Futures („adjustierte Futures“), BVAR-Modell, DSGE-Modell und die Vier-Modelle-Kombination (Letztere in blau). Ein Wert unter 1 bedeutet, dass die Methode im Stichprobenzeitraum (zu Beginn eines jeden Tabellenabschnitts angeführt) ein durchschnittlich besseres Ergebnis erzielt als Futures. Die fett gedruckten Zahlen weisen auf eine Verbesserung gegenüber Futures hin. Ein „*“ steht dafür, dass die Ergebnisse gemäß mindestens einem der Tests von Diebold Mariano, White und Hansen statistisch signifikant sind.

75 % in elf Quartalen.¹⁶ Wie aus den Werten für den mittleren quadratischen Prognosefehler hervorgeht, scheinen Terminkontrakte in diesem Zeitraum für kürzere Zeithorizonte gut zu funktionieren (siehe Tabelle 2, Grafik B). Unterstützt wird diese Einschätzung auch durch die geringe Verzerrung um den Wert null für diesen bestimmten Zeitraum und diese bestimmten Horizonte.

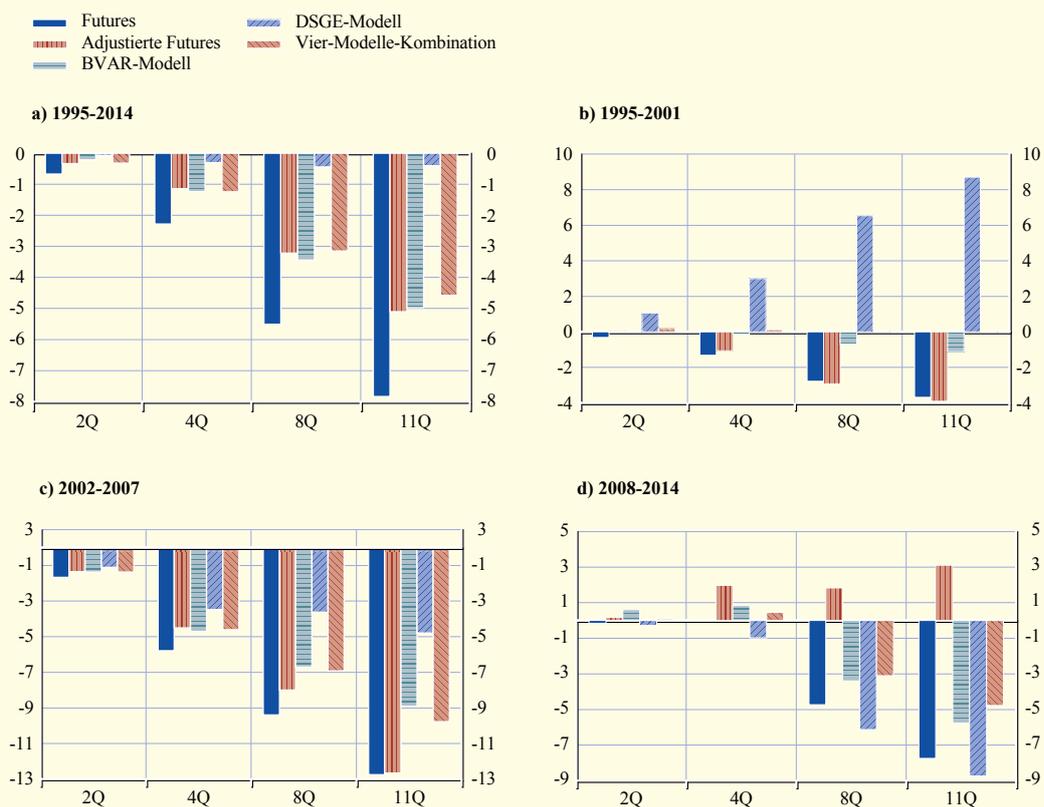
Alle miteinander kombinierten Modelle schneiden hinsichtlich der deutlich negativen Verzerrung besser ab als die Prognose anhand von Futures, was in erster Linie auf das „Backwardation“-Merkmal der Terminkurve für Öl zurückzuführen ist. Dies scheint insbesondere auf das DSGE-Modell zuzutreffen, das über den gesamten Beurteilungszeitraum eine durchschnittliche Verzerrung von rund null aufweist (siehe Abbildung 5). Allerdings sind diese Ergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren, da dieser geringe Wert eine hohe positive Verzerrung für die Periode von 1995 bis 2001 verschleiert, die durch eine große negative Verzerrung in den darauffolgenden Zeiträumen ausgeglichen wird. Ungeachtet dessen war beim DSGE-Modell in Phasen steigender Ölpreise (von 2002 bis 2007) die niedrigste Verzerrung zu verzeichnen. Wie auch der mittlere quadratische Prognosefehler erkennen lässt, weist das BVAR-Modell in Zeiten stabiler und lokal zunehmender Ölpreise die geringste Verzerrung auf, während das Modell mit risikoadjustierten Futures diese in Phasen sinkender und gleichbleibender Ölpreise erzielt, jedoch nur für längere Zeithorizonte (d. h. in sieben bis elf Quartalen).

Es ist somit zu erkennen, dass die unterschiedlichen Modelle in bestimmten Perioden und über spezifische Horizonte gut funktionieren. Angesichts der deutlichen Unterschiede der Prognoseeigenschaften bringt die Kombination der Modelle daher beträchtliche Vorteile hinsichtlich der Genauigkeit der Vorhersagen mit sich, und zwar sowohl im Zeitverlauf als auch

16 Es sei darauf hingewiesen, dass der Schätzzeitraum – der bei dem Modell mit risikoadjustierten Futures erst im Januar 1990 beginnt – für diese Periode mit bis zu 156 Beobachtungen beträchtlich größer ist und damit doppelt so lang wie der Schätzzeitraum für die Periode von 1995 bis 2001. Bei einem Modell, dem die Kleinstquadratmethode zugrunde liegt, kann dies zu einer verstärkten Konstanz und Robustheit der Ergebnisse führen.

Abbildung 5 Verzerrung der Prognosen des realen Ölpreises für ausgewählte Zeithorizonte

(in USD je Barrel mit dem US-VPI deflationiert)



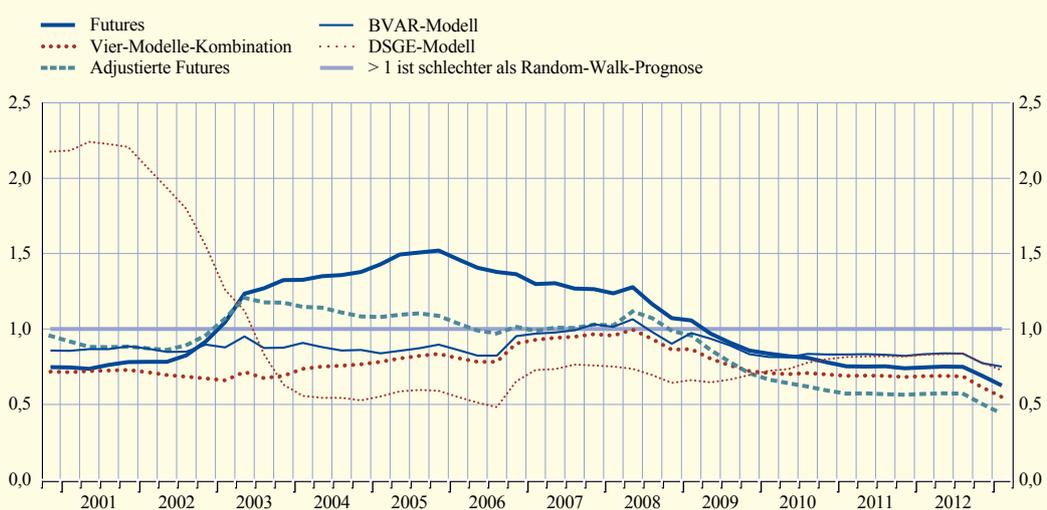
Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Verzerrung, d. h. den mittleren Prognosefehler, für die unterschiedlichen Modelle (Futures, risikoadjustierte Futures, BVAR-Modell, DSGE-Modell und die Vier-Modelle-Kombination) der Hauptstichprobe und der verschiedenen Teilstichproben für ausgewählte Vorhersagehorizonte (in zwei, vier, acht und elf Quartalen).

über alle Prognosezeiträume hinweg. Im gesamten Betrachtungszeitraum von 1995 bis 2014 ist die Vier-Modelle-Kombination genauer als Futures, und zwar um durchschnittlich 11 %, 24 % bzw. 31 % für die Vorhersagehorizonte von vier, acht und elf Quartalen (siehe Tabelle 2). Zugleich verringert sich in der Modellkombination die negative Verzerrung der Futures für dieselben Horizonte im Durchschnitt um 46 %, 43 % bzw. 42 %. Sämtliche Unterschiede sind statistisch signifikant, was zeigt, dass die Vier-Modelle-Kombination bei längeren Zeiträumen, die auch für die Geldpolitik von größerer Relevanz sind, weitaus bessere Ergebnisse erzielt als Futures. Lediglich die Ölpreise in einem und in zwei Quartalen lassen sich anhand von Futures besser vorhersagen. Bemerkenswerterweise liefert die Modellkombination ab dem dritten Quartal nicht nur genauere Prognosen als Futures, sondern auch als alle anderen in der Kombination enthaltenen Modelle.

Darüber hinaus ist die Prognoseleistung der Vier-Modelle-Kombination im Zeitverlauf sehr stabil. In allen bewerteten Teilstichproben erzielt die Kombination über das erste und/oder zweite Quartal hinausgehend bessere Ergebnisse als Futures. Zudem schneidet sie in den meisten Fällen auch besser ab als die drei anderen Modelle, mit zwei nennenswerten Ausnahmen: zum einen dem DSGE-Modell, wenn der Ölpreis einem Aufwärtstrend folgt, und zum anderen – in Phasen schwan-

Abbildung 6 Prognoseleistung der Vier-Modelle-Kombination und ihrer zugrunde liegenden Modelle in Phasen unterschiedlicher Entwicklungen am Ölmarkt im Vergleich zur Random-Walk-Prognose



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gleitender mittlerer quadratischer Prognosefehler (Sechsjahreszeitraum) der unterschiedlichen Modelle auf Grundlage der Vorhersage des Ölpreises in sechs Quartalen im Vergleich zur Random-Walk-Prognose.

kender Ölpreise – dem Modell mit risikoadjustierten Futures bei einem Zeithorizont von sechs Quartalen. Die Vorteile des letztgenannten Modells sind jedoch nicht statistisch signifikant (siehe Abbildung 6).

Alles in allem hat die Kombination der einzelnen Projektionen mehrere Vorzüge gegenüber der Vorhersage des Ölpreises mittels Terminkontrakten. Die Vier-Modelle-Kombination lässt eine genauere Prognose zu als Futures – vor allem bei den längeren, für die Geldpolitik relevanten Zeiträumen – und trägt im Schnitt dazu bei, große Vorhersagefehler zu vermeiden. Gleichzeitig hat die Kombination den Nachteil, dass sie ein komplexeres Prognoseinstrument ist als Terminkontrakte.

Insgesamt stellt die Vier-Modelle-Kombination eine nützliche Methode für die Vorhersage des Ölpreises dar. Da die Kombination aus Modellen besteht, die Fundamentaldaten zu Öl beinhalten, kann sie gegen Risiken im Zusammenhang mit starken Ölpreisschwankungen, die von den Fundamentaldaten bestimmt werden, absichern. Dies lässt sich mit der Art und Weise vergleichen, wie die Diversifizierung eines Portfolios vor einzelnen Anlagerisiken schützt. Solche starken Schwankungen werden von Futures für gewöhnlich weniger gut erfasst, was durch ihr vergleichsweise flaches Profil bedingt ist.

6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Angesichts der im Zeitverlauf sehr unterschiedlichen Entwicklung der Ölpreise ist es eine Herausforderung, sie anhand eines spezifischen Prognoseansatzes genau vorherzusagen. Ölterminkontrakte, die von vielen geldpolitischen Institutionen – einschließlich der EZB – zur Vorausberechnung des Ölpreises herangezogen werden, haben den Vorteil, dass sie ein einfaches und transparentes Prognoseinstrument sind. Im Gegensatz zur weit verbreiteten Meinung bilden

Futures die Markterwartungen jedoch nur unzureichend ab; ihr für gewöhnlich flaches und abwärtsgerichtetes Profil verursacht in Zeiten, in denen der Ölpreis volatil ist oder stetig ansteigt, große Vorhersagefehler. Dies wiederum kann zu erheblichen Prognosefehlern in Bezug auf die Inflation führen.

Prognosemodelle, die Angaben zu wirtschaftlichen Fundamentaldaten enthalten, können den Ölpreis in der Regel exakter vorhersagen als einfache Benchmarks, wenngleich ihre Treffsicherheit im Zeitverlauf tendenziell sehr instabil ist. Da sich Ölpreisschwankungen größtenteils durch Veränderungen der einschlägigen Fundamentaldaten und der weltweiten Konjunktur erklären lassen, wurde aufgezeigt, dass die Einbindung von Informationen zu diesen Variablen die Prognose des Ölpreises in Zeiten, in denen Futures keine guten Vorhersageeigenschaften haben, verbessern kann. Ein Problem der meisten Prognoseansätze ist jedoch, dass sie nur ein spezifisches Verhalten des Ölpreises über einen bestimmten Vorhersagezeitraum erfassen können. Daher könnte ihre Genauigkeit im Zeitverlauf und über alle Prognosehorizonte hinweg äußerst instabil sein.

Durch Zusammenfassung einzelner Projektionen, die über unterschiedliche Prognoseeigenschaften verfügen, kann die Genauigkeit der Vorhersage gegenüber einer individuellen Prognosemethode verbessert und zugleich eine Projektion geliefert werden, die im Zeitverlauf stabilere Ergebnisse erzielt. Im vorliegenden Aufsatz wurde dargelegt, dass eine kürzlich von der EZB entwickelte Vier-Modelle-Kombination die Genauigkeit von Ölpreisprognosen gegenüber Vorhersagen auf der Grundlage von Futures und anderen Einzelprojektionen erhöht und im Schnitt offenbar eine bessere Absicherung gegen große Prognosefehler bietet, wenn sich die Ölpriisdynamik verändert. Indes hat die Nutzung von Terminkontrakten als Basislinie den Vorteil, dass sie eine transparente und einfache Methode darstellt, die sich leicht vermitteln lässt.

Aus diesem Grund ist es sinnvoll, eine Gegenprüfung der auf Futures fußenden Vorhersage mit den auf der Vier-Modelle-Kombination basierenden Projektionen vorzunehmen, um die Risiken, mit denen die terminkontraktbasierte Ölpreis-Basislinie behaftet ist, im Rahmen der von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen einschätzen zu können.



INHALTSVERZEICHNIS

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

ZUSÄTZLICHE INFORMATIONEN

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

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

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

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

Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:

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

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

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

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

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

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act2a.en.html

ABKÜRZUNGEN UND ZEICHEN

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

REDAKTIONSSCHLUSS

Redaktionsschluss für die im Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten ist im Allgemeinen der Tag vor der regulären geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats. Für die vorliegende Ausgabe war dies der 2. Juni 2015.

I 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
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,4	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,8	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q2	0,8	1,1	0,8	-1,8	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
Q3	0,9	1,2	0,6	-0,5	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
Q4	0,8	0,5	0,6	0,3	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 Q1	-	-0,2	0,3	0,6	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
2014 Dez.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	0,2
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	0,5	1,8	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
Febr.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,0	0,0	2,2	1,4	-0,3
März	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	-0,1	0,0	2,3	1,4	-0,1
April	-	-	-	-	-	-	0,4	1,6	-0,2	-0,1	0,6	1,5	0,0
Mai ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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

2 FINANZIELLE ENTWICKLUNGEN

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 Q2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
Q3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
Q4	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Q1	-0,05	0,00	0,05	0,12	0,25	0,26	0,10
2014 Dez.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Jan.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Febr.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
März	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
April	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
Mai	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10

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-Währungsgebiet ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
Q3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Q4	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Q1	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
2014 Dez.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Jan.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Febr.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
März	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
April	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
Mai	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbraucher-nahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2014 Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
Q3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
Q4	313,0	3 102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2 009,3	16 660,1
2015 Q1	351,8	3 442,0	730,7	253,9	619,6	304,1	186,1	496,1	362,5	286,1	370,1	773,4	2 063,8	18 226,2
2014 Dez.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015 Jan.	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
Febr.	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2
März	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6
April	383,3	3 733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2 094,9	19 767,9
Mai	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2

Quelle: EZB.

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

2.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)^{1), 2)}

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

		Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- men- gesetzter Indikator der Kreditfin- anzierungs- kosten	
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung		Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾		Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾
				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jah- ren	Mehr als 10 Jahre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2014	April	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
	Mai	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
	Juni	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
	Juli	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
	Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
	Sept.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
	Okt.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
	Nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
	Dez.	0,22	0,86	0,96	1,58	7,08	17,02	5,06	6,14	6,45	2,73	2,42	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015	Jan.	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,28	6,30	6,63	2,79	2,31	2,54	2,43	2,42	2,70	2,40
	Febr.	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,21	6,23	6,63	2,79	2,07	2,47	2,33	2,30	2,54	2,38
	März ⁴⁾	0,18	0,80	0,90	1,38	7,08	17,00	5,15	6,03	6,39	2,73	2,10	2,45	2,28	2,42	2,52	2,30

2.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 4)}

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kreditfin- anzierungskosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014	April	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
	Mai	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
	Juni	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
	Juli	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
	Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,65	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
	Sept.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
	Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
	Nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
	Dez.	0,24	0,43	1,29	3,44	3,68	3,74	3,27	2,35	2,78	2,47	1,74	2,18	2,09	2,43
2015	Jan.	0,23	0,44	1,28	3,43	3,77	3,84	2,98	2,32	2,82	2,04	1,66	2,04	2,14	2,43
	Febr.	0,22	0,35	1,09	3,37	3,55	3,71	3,12	2,24	2,70	2,37	1,52	1,99	2,13	2,34
	März ⁴⁾	0,21	0,33	1,14	3,33	3,45	3,65	3,12	2,16	2,69	2,31	1,62	2,10	1,99	2,34

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ⁵⁾						
	Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs (einschließ- lich Euro- system)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
1	2	3	4 FMKGs ⁶⁾	5	6	7	8	9	10 FMKGs ⁶⁾	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2012	1 417	573	146	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1 238	468	122	.	67	529	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1 247	481	119	.	58	538	50	401	211	34	.	39	93	25
2014	Okt.	1 307	495	135	.	73	564	41	331	139	.	37	102	25
	Nov.	1 295	488	136	.	69	557	45	292	127	.	30	87	20
	Dez.	1 247	481	119	.	58	538	50	319	168	.	27	66	34
2015	Jan.	1 310	523	125	.	66	543	54	358	167	.	33	94	36
	Febr.	1 324	532	133	.	70	534	56	336	146	.	30	83	39
	März	1 348	535	134	.	71	543	66	358	147	.	35	89	42
Langfristig														
2012	15 233	4 823	3 184	.	842	5 758	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15 152	4 414	3 120	.	921	6 069	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15 179	4 046	3 209	.	995	6 286	643	219	65	43	.	16	85	10
2014	Okt.	15 159	4 075	3 184	.	983	6 268	650	210	45	.	15	102	8
	Nov.	15 198	4 059	3 188	.	988	6 314	649	201	46	.	14	73	6
	Dez.	15 179	4 046	3 209	.	995	6 286	643	131	42	.	11	29	10
2015	Jan.	15 282	4 064	3 255	.	1 004	6 316	642	261	80	.	8	113	13
	Febr.	15 324	4 041	3 263	.	1 018	6 356	646	207	64	.	18	86	17
	März	15 422	4 030	3 315	.	1 033	6 399	644	285	84	.	17	112	10

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen						Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2012	16 649,8	5 396,3	3 330,1	.	916,8	6 316,1	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,6
2013	16 389,7	4 882,2	3 242,3	.	987,6	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014	16 425,7	4 527,0	3 328,3	.	1 053,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2014 Okt.	16 466,0	4 569,6	3 318,8	.	1 055,9	6 831,2	690,5	5 764,8	611,6	764,4	4 388,8
2014 Nov.	16 493,4	4 546,9	3 323,8	.	1 057,7	6 871,3	693,8	6 042,0	628,4	798,0	4 615,7
2014 Dez.	16 425,7	4 527,0	3 328,3	.	1 053,7	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2015 Jan.	16 591,8	4 586,3	3 380,3	.	1 070,5	6 859,1	695,5	6 422,8	573,0	836,0	5 013,9
2015 Febr.	16 647,9	4 573,1	3 395,6	.	1 087,3	6 890,5	701,4	6 855,5	650,5	899,6	5 305,4
2015 März	16 770,1	4 564,6	3 449,7	.	1 104,1	6 941,5	710,1	7 055,7	688,9	933,3	5 433,5
Wachstumsraten											
2012	1,3	-1,8	0,1	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,9	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 Okt.	-0,7	-8,2	0,4	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
2014 Nov.	-1,0	-8,5	0,1	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
2014 Dez.	-0,7	-8,2	0,6	.	5,1	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 Jan.	-0,7	-8,3	1,1	.	3,1	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7
2015 Febr.	-0,9	-8,1	1,1	.	4,5	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7
2015 März	-0,1	-7,5	3,0	.	5,4	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8

2.8 Effektive Wechselkurse²⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal	Real VPI	Real EPI	Real BIP-Deflator	Real LSK/VG ³⁾	Real LSK/GW	Nominal	Real VPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,5	99,2	92,2	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,8	101,9	94,9	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	93,0	99,5	95,7	114,8	97,0
2014 Q2	103,9	100,5	98,0	94,4	101,0	97,1	116,2	98,2
2014 Q3	101,7	98,2	95,9	92,3	98,5	95,1	113,8	95,9
2014 Q4	99,6	96,1	94,2	90,5	96,6	93,0	112,6	94,5
2015 Q1	93,7	90,4	89,5	.	.	.	106,9	89,3
2014 Dez.	99,7	96,0	94,3	-	-	-	113,4	94,9
2015 Jan.	95,9	92,4	91,1	-	-	-	109,3	91,3
2015 Febr.	94,0	90,7	89,9	-	-	-	107,4	89,7
2015 März	91,4	88,2	87,5	-	-	-	104,2	87,0
2015 April	90,5	87,3	87,0	-	-	-	102,8	85,7
2015 Mai	92,3	89,0	88,9	-	-	-	105,1	87,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2015 Mai	2,0	2,0	2,2	-	-	-	2,2	2,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2015 Mai	-11,2	-11,3	-9,3	-	-	-	-9,5	-10,9

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi Yuan	Kroatische Kuna	Tschechische Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japanischer Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumänischer Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 Q2	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 Q1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
2014 Dez.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Jan.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Febr.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
März	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
April	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
Mai	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
	Veränderung gegen Vormonat in %											
2015 Mai	3,4	-0,4	-0,2	-0,1	2,3	4,5	1,6	0,0	0,7	-0,2	0,1	3,4
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2015 Mai	-19,3	-0,5	-0,1	0,0	0,6	-3,6	-2,4	-11,5	0,5	3,0	-14,9	-18,8

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		Finanzderivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungsreserven	Nachrichtlich: Bruttoauslandsverschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Bestände (Auslandsvermögensstatus)											
2014 Q1	18 138,2	19 559,2	-1 421,0	7 453,0	5 605,5	5 671,2	9 279,2	-56,3	4 573,8	4 674,4	496,6	11 536,3
Q2	18 624,8	19 903,1	-1 278,3	7 503,2	5 599,4	5 958,7	9 632,0	-50,6	4 706,9	4 671,7	506,6	11 685,4
Q3	19 346,1	20 670,5	-1 324,5	7 723,5	5 856,6	6 337,2	9 967,7	-74,6	4 840,6	4 846,2	519,3	12 062,9
Q4	19 541,6	20 827,2	-1 285,6	7 541,6	5 844,7	6 521,7	10 127,9	-38,8	4 983,0	4 854,6	534,1	12 093,1
	Bestände in % des BIP											
2014 Q4	193,3	206,0	-12,7	74,6	57,8	64,5	100,2	-0,4	49,3	48,0	5,3	119,6
	Transaktionen											
2014 Q2	215,2	125,4	89,9	-4,0	0,4	160,7	190,2	16,9	41,2	-65,2	0,4	-
Q3	192,8	111,5	81,3	65,4	42,9	114,8	22,6	18,5	-4,5	46,0	-1,3	-
Q4	86,6	11,2	75,4	70,1	65,0	92,1	-1,0	10,5	-88,1	-52,9	2,1	-
2015 Q1	313,6	318,3	-4,7	27,2	64,9	71,2	92,4	30,1	179,3	161,0	5,8	-
2014 Okt.	14,9	-26,9	41,8	27,7	23,5	10,3	-37,1	6,4	-29,6	-13,3	0,2	-
Nov.	185,2	110,8	74,3	54,8	27,9	54,7	34,5	1,3	73,7	48,4	0,7	-
Dez.	-113,5	-72,8	-40,7	-12,4	13,6	27,1	1,6	2,8	-132,2	-88,0	1,1	-
2015 Jan.	252,0	268,9	-16,9	14,1	8,5	8,4	40,1	10,0	218,3	220,3	1,2	-
Febr.	79,5	62,1	17,4	34,8	33,1	44,7	37,0	9,7	-13,8	-8,0	4,2	-
März	-18,0	-12,7	-5,2	-21,6	23,3	18,0	15,3	10,4	-25,2	-51,3	0,4	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen											
2015 März	808,2	566,3	241,9	158,7	173,1	438,7	304,2	75,9	127,9	89,0	7,0	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP											
2015 März	8,0	5,6	2,4	1,6	1,7	4,3	3,0	0,8	1,3	0,9	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 KONJUNKTURENTWICKLUNG

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

		Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
		Inländische Verwendung							Außenbeitrag				
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorratsveränderungen	Zusammen	Exporte	Importe		
					Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>													
2012		9 845,6	9 582,9	5 542,1	2 065,5	1 980,9	1 036,6	581,5	358,1	-5,6	262,7	4 281,0	4 018,3
2013		9 930,6	9 589,0	5 565,3	2 097,1	1 940,4	1 006,3	569,0	360,2	-13,9	341,6	4 357,6	4 016,0
2014		10 110,9	9 721,4	5 650,5	2 129,0	1 968,3	1 010,0	584,5	368,6	-26,4	389,4	4 486,1	4 096,6
2014	Q1	2 516,3	2 425,6	1 404,3	529,0	493,5	255,7	145,2	91,3	-1,2	90,6	1 102,5	1 011,9
	Q2	2 521,9	2 427,2	1 409,2	529,9	490,6	251,5	145,9	91,9	-2,6	94,7	1 116,5	1 021,8
	Q3	2 533,2	2 436,0	1 416,7	534,2	492,2	251,2	147,1	92,6	-7,1	97,2	1 133,9	1 036,7
	Q4	2 545,8	2 437,1	1 423,0	534,0	495,4	253,5	147,8	92,9	-15,3	108,7	1 141,5	1 032,7
<i>In % des BIP</i>													
2012		100,0	97,3	56,3	21,0	20,1	10,5	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013		100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,1	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
2014		100,0	96,1	55,9	21,1	19,5	10,0	5,8	3,6	-0,3	3,9	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>													
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2014	Q2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,3	-	-	1,3	1,3
	Q3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,6	0,7	0,5	-	-	1,5	1,7
	Q4	0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	0,8	0,0	-0,1	-	-	0,8	0,4
2015	Q1	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>													
2014	Q2	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
	Q3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
	Q4	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
2015	Q1	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen¹⁾

(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
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>													
2012		8 851,5	152,1	1 729,9	471,5	1 676,2	409,3	439,4	1 014,9	925,0	1 718,1	315,0	994,0
2013		8 923,5	156,1	1 739,7	462,1	1 684,6	403,0	440,1	1 031,9	938,7	1 748,3	319,0	1 007,1
2014		9 075,9	147,4	1 764,2	464,3	1 712,7	406,6	455,2	1 055,4	960,8	1 783,3	326,1	1 035,0
2014	Q1	2 260,7	38,1	439,2	117,5	425,9	101,6	113,2	262,0	238,1	444,2	80,9	255,5
	Q2	2 262,4	37,5	440,5	115,5	426,0	101,5	114,5	263,1	239,0	443,8	80,9	259,5
	Q3	2 273,1	36,2	442,7	115,1	429,2	101,7	114,3	264,4	240,7	446,9	81,8	260,1
	Q4	2 283,8	35,7	444,8	116,7	432,2	101,9	113,4	265,7	243,1	448,1	82,3	262,0
<i>In % der Wertschöpfung</i>													
2012		100,0	1,7	19,5	5,3	18,9	4,6	5,0	11,5	10,5	19,4	3,6	-
2013		100,0	1,8	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,5	19,6	3,6	-
2014		100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>													
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2014	Q1	0,3	1,0	0,0	0,7	0,6	-0,4	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	-0,2
	Q2	0,0	-0,4	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,9
	Q3	0,2	0,7	0,1	-0,9	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,0	0,7	-0,3
	Q4	0,2	-2,0	0,0	1,0	0,5	0,0	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	1,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>													
2014	Q1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	Q4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3.3 Konjunkturstatistiken

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

3.4 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

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

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

3.5 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio 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 Erwerbs- personen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio		In % der Erwerbs- personen
Gewichte in % (2013)					81,3		18,7			53,6		46,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,225	3,9	18,195	11,4	5,3	14,634	10,1	3,561	23,6	9,761	11,3	8,434	11,5	1,6
2013	159,341	4,3	19,222	12,0	5,9	15,625	10,7	3,597	24,3	10,301	11,9	8,921	12,1	1,5
2014	159,534	4,3	18,613	11,6	6,0	15,206	10,4	3,408	23,7	9,903	11,5	8,711	11,8	1,7
2014 Q2	159,296	4,4	18,647	11,6	6,0	15,222	10,4	3,425	23,8	9,938	11,5	8,709	11,8	1,7
Q3	159,680	4,2	18,531	11,6	5,8	15,142	10,4	3,389	23,6	9,808	11,3	8,723	11,8	1,6
Q4	160,186	4,3	18,380	11,4	6,0	15,072	10,3	3,308	23,2	9,737	11,3	8,643	11,7	1,8
2015 Q1	.	.	18,035	11,2	.	14,810	10,1	3,224	22,7	9,573	11,1	8,462	11,4	.
2014 Nov.	-	-	18,441	11,5	-	15,110	10,3	3,330	23,3	9,762	11,3	8,679	11,7	-
Dez.	-	-	18,241	11,4	-	14,973	10,2	3,268	22,9	9,672	11,2	8,569	11,6	-
2015 Jan.	-	-	18,117	11,3	-	14,874	10,2	3,244	22,8	9,635	11,1	8,482	11,4	-
Febr.	-	-	18,011	11,2	-	14,791	10,1	3,219	22,7	9,554	11,0	8,457	11,4	-
März	-	-	17,976	11,2	-	14,766	10,1	3,210	22,6	9,530	11,0	8,446	11,4	-
April	-	-	17,846	11,1	-	14,678	10,0	3,168	22,3	9,431	10,9	8,415	11,3	-

3.6 Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)						Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)					
	Indikator der wirtschaft- lichen Einschätzung (langfris- tiger Durch- schnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauens- indikator für die Verbraucher	Vertrauens- indikator für das Baugewerbe	Ver- trauens- indikator für den Einzel- handel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufs- manager- index (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verar- beitenden Gewerbe	Geschäfts- tätigkeit im Dienstleis- tungssektor	Gesamt- index für die Produktion
		Vertrauens- indikator für die Industrie	Kapazitäts- auslastung (in %)				Vertrauens- indikator für den Dienstleis- tungssektor	Kapazitäts- auslastung (in %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,1	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,6	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q2	102,6	-3,3	80,2	-7,7	-29,9	-1,8	5,1	87,6	52,4	54,5	53,1	53,4
Q3	101,2	-4,6	80,4	-9,9	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
Q4	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	81,0	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,1	51,4	52,6	53,6	53,3
2014 Dez.	100,9	-5,0	-	-10,9	-24,2	-4,6	6,4	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Jan.	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6
Febr.	102,3	-4,6	-	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	-	51,0	52,1	53,7	53,3
März	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
April	103,8	-3,2	81,1	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,4	52,0	53,4	54,1	53,9
Mai	103,8	-3,0	-	-5,5	-25,0	1,4	7,8	-	52,2	53,3	53,8	53,6

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

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

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

3.7 Zusammengefasste Konten für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) 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
2011	13,0	97,9	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,6		3,1	9,7	2,0
2012	12,7	97,7	-1,7	1,8	-4,1	0,7	-2,2	31,0	1,6	133,9	1,0	-5,9	0,9
2013	12,9	96,3	-0,4	1,6	-4,0	0,4	-2,2	30,6	1,6	132,6	2,4	-2,9	1,5
2014 Q1	12,8	95,7	0,3	1,4	2,9	1,9	-0,9	31,1	2,2	132,7	2,1	3,6	1,2
Q2	12,7	95,7	0,3	1,4	-0,3	3,0	-0,1	30,9	1,8	134,1	2,3	1,5	1,4
Q3	12,7	95,2	1,4	1,6	-0,8	2,7	0,4	31,5	2,0	133,6	1,7	2,1	1,0
Q4	12,7	95,1	1,5	1,8	-0,3	2,6	1,0	32,2	2,7	133,4	1,6	1,7	1,0

3.8 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ⁵⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Einnahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 Q2	831,4	785,2	46,1	486,8	430,6	170,2	153,0	151,8	142,2	22,6	59,5	7,6	3,3
Q3	834,6	777,9	56,7	489,4	427,6	174,3	157,5	147,4	138,1	23,5	54,6	6,8	2,5
Q4	842,3	777,1	65,2	503,5	428,3	175,5	163,6	140,4	125,1	22,9	60,1	12,7	5,1
2015 Q1	853,1	776,6	76,5	502,0	427,4	179,1	163,6	146,1	125,7	25,8	60,0	7,6	4,8
2014 Okt.	281,5	258,2	23,3	168,3	143,0	58,0	53,6	47,3	42,6	7,9	19,0	3,3	1,2
Nov.	280,8	259,6	21,2	166,9	143,2	58,9	54,7	47,5	40,9	7,6	20,8	3,7	1,2
Dez.	280,0	259,3	20,7	168,3	142,1	58,6	55,3	45,6	41,6	7,5	20,3	5,8	2,7
2015 Jan.	286,2	255,7	30,5	165,8	139,8	60,1	54,9	51,6	40,9	8,6	20,0	2,0	1,6
Febr.	284,6	257,3	27,3	168,1	141,1	59,4	54,6	48,8	41,7	8,4	20,0	1,7	1,3
März	282,3	263,7	18,6	168,1	146,5	59,6	54,1	45,7	43,1	8,9	20,0	3,8	1,9
2015 März	3 361,3	3 116,8	244,5	1 981,7	1 713,9	699,1	637,6	585,7	531,0	94,9	234,2	34,7	15,7
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2015 März	33,2	30,8	2,4	19,6	16,9	6,9	6,3	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,2

3.9 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets (Warenverkehr)⁶⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen⁷⁾

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)				Wareneinfuhren (cif)						
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich: Öl			
			Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												
2014 Q2	0,6	0,2	481,5	234,8	96,1	138,0	395,0	437,7	271,2	61,0	98,9	281,1	78,4
Q3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,7	139,4	397,7	439,4	269,8	61,8	100,7	287,2	73,1
Q4	4,4	-0,2	497,8	236,9	101,9	144,7	409,0	434,6	260,0	62,8	102,0	292,2	64,2
2015 Q1	5,1	0,4	503,1				418,2	439,6				308,4	
2014 Okt.	4,3	-0,1	165,8	79,5	33,9	48,1	135,4	146,1	88,9	21,2	34,0	97,1	22,8
Nov.	1,0	-1,8	166,6	79,3	34,0	48,8	136,1	145,8	86,6	21,1	33,8	96,4	21,0
Dez.	8,3	1,4	165,3	78,1	34,0	47,8	137,5	142,7	84,5	20,5	34,3	98,6	20,4
2015 Jan.	-0,6	-5,8	163,6	78,2	33,7	47,4	135,4	142,5	82,5	22,0	34,6	99,7	18,2
Febr.	4,3	-0,2	168,3	80,3	34,7	49,4	140,7	145,7	84,9	22,6	35,3	103,5	18,0
März	10,9	7,2	171,1				142,1	151,4				105,2	
	Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												
2014 Q2	0,7	2,3	114,8	113,2	114,1	117,2	115,5	101,5	101,6	98,7	102,8	103,7	93,2
Q3	1,1	2,0	114,5	112,6	114,2	116,3	114,7	101,4	101,1	99,9	102,7	104,4	88,3
Q4	2,9	1,6	117,0	113,3	118,7	120,8	116,7	101,7	101,5	97,8	101,5	103,8	93,5
2015 Q1													
2014 Okt.	2,3	0,9	116,8	113,5	119,6	119,9	116,3	101,0	101,4	98,4	101,6	103,4	89,8
Nov.	-0,7	-1,0	117,4	113,5	118,9	122,2	116,4	102,2	100,6	100,7	100,5	103,1	89,6
Dez.	7,4	5,2	117,0	112,8	117,8	120,3	117,5	102,0	102,4	94,4	102,4	104,7	101,2
2015 Jan.	-2,0	-0,9	115,6	112,6	116,8	119,0	114,8	103,4	103,3	101,1	101,5	104,6	110,9
Febr.	1,5	3,0	117,4	114,7	119,5	121,3	118,5	103,2	104,2	100,0	101,7	106,2	103,7
März													

Quellen: EZB und Eurostat.

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

4 PREISE UND KOSTEN

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2005 = 100	Insgesamt Insgesamt ohne Nahrungsmittel und Energie			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 Q2	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,1	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,4	0,2	1,6
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 Q1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,0	-4,2	0,2	-0,5	1,2
2014 Dez.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,3	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 Jan.	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3
Febr.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,2	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2
März	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,0	-0,3	1,1
April	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9
Mai ²⁾	118,5	0,3	0,9	-	1,3	0,3	0,0	0,3	0,1	0,8	0,3	-	-

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungs- mieten					
Gewichte in % (2015)	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 Q2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
Q3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
Q4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2015 Q1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
2014 Dez.	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4
2015 Jan.	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,2
Febr.	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3
März	0,6	0,6	0,7	-1,7	0,0	-6,0	1,2	1,2	1,4	-1,7	1,1	1,3
April	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2
Mai ²⁾	1,2	0,6	2,1	-	0,3	-5,0	-	-	-	-	-	-

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bau- gewerbe ³⁾	Preise für Wohn- immobilien ^{3),4)}	Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien ^{3),4)}
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verar- beitendes Gewerbe	Zusammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zusam- men	Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungs- mittel				
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9	11	12	13
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,8
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2014 Q2	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,1	0,6
Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7
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	2,5
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,7	-0,7	-1,5	0,7	-0,8	-1,3	0,2	-8,5	-	-	-
2014 Nov.	106,3	-1,6	-1,3	-0,2	-0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-4,9	-	-	-
Dez.	105,2	-2,7	-2,5	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-8,3	-	-	-
2015 Jan.	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-1,5	0,1	-10,5	-	-	-
Febr.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	-	-	-
März	104,9	-2,3	-2,0	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,2	0,2	-6,8	-	-	-
April	104,8	-2,2	-1,9	-0,5	-1,0	0,8	-0,9	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-

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

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

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

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

Gewichte in %	BIP-Deflatoren ¹⁾								Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)					
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte ²⁾	Importe ²⁾		Importgewicht ³⁾			Nach Verwendung gewichtet ³⁾		
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,7	0,9	0,6	0,6	0,8	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q2	104,5	0,8	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,8	-1,5	79,9	-7,8	-1,2	-11,1	-4,6	1,1	-9,1
Q3	104,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,5	-0,5	-1,4	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
Q4	105,0	0,9	0,4	0,3	0,8	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
2014 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-5,5	8,7	-12,0	2,9	14,3	-5,6
2015 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1
März	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
April	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-2,1	0,9	-3,7	2,6	3,7	1,7

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

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

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

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

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

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

4.5 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität¹⁾

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

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

4.6 Arbeitskostenindizes¹⁾

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

	Insgesamt (Index: 2008 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ²⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,1	2,1	2,1	2,4	1,4	2,2
2013	110,3	1,4	1,3	1,0	1,3	1,6	1,8
2014	111,7	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 Q2	115,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
Q3	108,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7
Q4	118,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7
2015 Q1							1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

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

5 GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Repogeschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Bestände											
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 780,9
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0
2014	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6
2014 Q2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9 965,7
Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8
Q4	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6
2015 Q1	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10 484,1
2014 Nov.	956,5	4 858,0	5 814,5	1 619,3	2 138,4	3 757,7	9 572,2	128,2	434,6	71,6	634,5	10 206,7
Dez.	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,6	2 129,6	3 735,2	9 650,9	122,2	427,4	106,2	655,8	10 306,6
2015 Jan.	984,8	5 057,3	6 042,1	1 580,5	2 120,7	3 701,2	9 743,3	119,5	438,6	102,4	660,6	10 403,9
Febr.	992,4	5 106,6	6 099,0	1 536,0	2 123,4	3 659,4	9 758,5	132,4	443,1	103,1	678,6	10 437,1
März	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	91,0	653,4	10 484,1
April ^(p)	1 003,3	5 189,1	6 192,4	1 517,4	2 151,0	3 668,3	9 860,7	134,0	450,7	101,1	685,8	10 546,6
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	369,4	427,4	-92,7	3,5	-89,2	338,1	0,8	10,8	13,2	24,7	362,9
2014 Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1
Q3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
Q4	19,1	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,1	29,7	123,2
2015 Q1	25,2	190,0	215,2	-63,9	4,7	-59,2	156,0	2,4	4,9	-16,5	-9,1	146,9
2014 Nov.	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
Dez.	10,8	12,7	23,5	-14,2	-10,5	-24,7	-1,1	-6,3	-4,6	16,8	5,8	4,6
2015 Jan.	16,4	81,9	98,3	-35,0	-8,3	-43,3	55,0	-3,5	7,1	-4,9	-1,3	53,7
Febr.	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,7	12,8	4,4	1,8	19,0	57,7
März	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,4	-6,9	-6,6	-13,3	-26,8	35,6
April ^(p)	9,6	36,4	46,0	-9,3	3,8	-5,5	40,5	8,5	14,2	11,0	33,6	74,1
	Wachstumsraten											
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2014 Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6
Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
Q4	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015 Q1	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
2014 Nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	3,7	-17,7	0,6	3,1
Dez.	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	19,3	4,0	3,7
2015 Jan.	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	11,1	1,0	3,8
Febr.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	14,6	3,8	4,1
März	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	3,3	4,4	4,6
April ^(p)	8,2	11,0	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	9,9	8,9	35,5	11,6	5,3

Quelle: EZB.

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

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 ³⁾	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	Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo-geschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2014 Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
Q3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Q4	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 Q1	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
2014 Nov.	1 815,9	1 319,9	382,1	100,9	13,1	5 552,8	2 730,7	827,2	1 990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Dez.	1 813,5	1 329,3	368,3	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,2	218,5	330,8
2015 Jan.	1 853,5	1 379,5	366,3	96,4	11,4	5 565,6	2 786,5	795,4	1 979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
Febr.	1 851,9	1 393,7	347,1	97,2	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	906,0	224,4	349,6
März	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	953,5	225,1	339,0
April ^(p)	1 843,7	1 387,3	332,6	112,9	10,9	5 609,2	2 857,6	756,0	1 991,9	3,7	963,1	230,2	345,3
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,0	89,9	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,4	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
Q3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
Q4	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,5	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 Q1	29,7	49,2	-17,2	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	-0,1	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 Nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Dez.	-20,0	-20,2	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 Jan.	27,2	39,7	-4,2	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
Febr.	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
März	-9,2	-3,9	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
April ^(p)	0,9	9,6	-6,7	2,0	-3,9	12,6	16,9	-5,2	1,2	-0,3	14,0	5,4	6,4
Wachstumsraten													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
Q3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Q4	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Q1	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 Nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Dez.	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Jan.	4,9	10,0	-8,1	1,5	-34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
Febr.	4,8	9,9	-8,9	1,4	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
März	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
April ^(p)	4,3	9,8	-11,5	5,5	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	16,0	1,6	7,8

Quelle: EZB.

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

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							
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nicht-monetäre 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	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	-	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	-	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	-	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2014 Q2	3 449,1	1 101,7	2 347,4	12 588,4	10 464,8	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,4	806,3
Q3	3 508,9	1 102,2	2 406,7	12 561,8	10 444,8	-	4 288,1	5 194,6	858,8	103,3	1 307,0	810,1
Q4	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	-	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2015 Q1	3 672,8	1 153,2	2 519,6	12 679,5	10 615,8	-	4 310,2	5 234,8	936,1	134,6	1 275,5	788,3
2014 Nov.	3 538,2	1 108,8	2 429,4	12 534,0	10 431,0	-	4 271,1	5 194,9	857,5	107,4	1 291,8	811,2
Dez.	3 608,0	1 131,4	2 476,6	12 564,8	10 513,1	-	4 279,7	5 200,6	904,7	128,1	1 276,6	775,1
2015 Jan.	3 652,4	1 148,7	2 503,7	12 635,3	10 582,4	-	4 301,2	5 223,2	919,2	138,9	1 277,1	775,8
Febr.	3 637,8	1 146,5	2 491,3	12 652,6	10 590,7	-	4 313,1	5 222,2	918,4	137,1	1 271,2	790,6
März	3 672,8	1 153,2	2 519,6	12 679,5	10 615,8	-	4 310,2	5 234,8	936,1	134,6	1 275,5	788,3
April ⁴⁾	3 698,7	1 151,8	2 546,9	12 654,5	10 607,8	-	4 302,1	5 234,7	934,0	137,1	1 264,3	782,4
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	72,6	16,3	56,3	-103,7	-50,9	18,7	-59,8	-13,7	11,1	11,6	-88,1	35,3
2014 Q2	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
Q3	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
Q4	46,5	12,8	33,7	5,5	23,3	33,8	3,4	6,4	6,8	6,6	-34,7	17,0
2015 Q1	38,5	21,6	16,9	35,8	45,1	52,3	8,7	19,7	10,7	6,0	-1,8	-7,5
2014 Nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,9	2,8	10,3	-3,9	-1,3	3,5	4,5	-10,7	-5,9
Dez.	23,2	8,0	15,3	24,7	24,2	25,0	10,0	3,3	8,4	2,5	-17,0	17,5
2015 Jan.	32,2	13,5	18,7	9,8	16,3	16,9	1,7	5,6	-1,5	10,5	2,3	-8,8
Febr.	-20,6	2,7	-23,3	9,0	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-7,1	8,0
März	26,9	5,4	21,6	17,0	20,7	20,2	-3,2	12,8	13,7	-2,6	3,1	-6,8
April ⁴⁾	36,7	-1,2	37,9	-6,3	8,9	18,9	0,2	4,4	1,7	2,6	-9,5	-5,8
	Wachstumsraten											
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2014 Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,6	1,8
Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 Q1	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
2014 Nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,6
Dez.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 Jan.	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,4	19,3	-6,3	3,3
Febr.	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
März	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,2	14,1	-4,7	3,0
April ⁴⁾	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,8

Quelle: EZB.

- Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.
- 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.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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		Konsumenten-kredite	Wohnungsbau-kredite	Sonstige Kredite
		Um Kredit- verkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾					Um Kredit- verkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Bestände									
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 279,7	-	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2014 Q2	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 832,2	788,5
Q3	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 279,7	-	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2015 Q1	4 310,2	-	1 089,9	738,9	2 481,5	5 234,8	-	567,9	3 891,7	775,3
2014 Nov.	4 271,1	-	1 040,0	734,0	2 497,0	5 194,9	-	566,6	3 848,3	780,0
Dez.	4 279,7	-	1 081,0	724,6	2 474,2	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2015 Jan.	4 301,2	-	1 087,4	735,5	2 478,3	5 223,2	-	566,2	3 879,7	777,3
Febr.	4 313,1	-	1 090,4	734,8	2 487,9	5 222,2	-	565,3	3 883,4	773,6
März	4 310,2	-	1 089,9	738,9	2 481,5	5 234,8	-	567,9	3 891,7	775,3
April ⁴⁾	4 302,1	-	1 089,9	737,1	2 475,0	5 234,7	-	566,7	3 894,8	773,2
	Transaktionsbedingte Veränderungen									
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,8	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 Q2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
Q3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,5	1,2	13,1	-6,1
Q4	3,4	5,8	-7,4	8,1	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-1,9
2015 Q1	8,7	11,7	-0,4	8,1	1,0	19,7	23,9	2,5	17,5	-0,3
2014 Nov.	-3,9	-2,5	-12,6	10,7	-2,0	-1,3	4,8	-1,6	0,0	0,3
Dez.	10,0	10,4	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,7
2015 Jan.	1,7	1,6	-1,7	5,3	-1,9	5,6	6,2	0,1	6,3	-0,7
Febr.	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
März	-3,2	-2,2	-1,8	3,8	-5,3	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
April ⁴⁾	0,2	1,6	3,3	-0,4	-2,7	4,4	13,0	-1,0	6,3	-0,9
	Wachstumsraten									
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 Nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,2	-1,3
Dez.	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Jan.	-1,1	-0,8	-0,8	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
Febr.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
März	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
April ⁴⁾	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet)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	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2014 Q2	270,3	7 295,3	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,4	1 346,1	147,7	171,3	119,0
Q3	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Q4	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2015 Q1	287,6	7 322,2	2 259,8	90,5	2 394,7	2 577,1	1 504,3	237,2	234,7	159,1
2014 Nov.	258,7	7 263,2	2 258,3	91,0	2 404,7	2 509,2	1 466,5	189,8	184,4	130,8
Dez.	262,1	7 178,7	2 253,2	92,0	2 375,3	2 458,3	1 390,7	183,9	184,5	139,8
2015 Jan.	306,0	7 293,1	2 245,5	92,8	2 402,6	2 552,2	1 481,6	233,7	203,3	133,3
Febr.	262,9	7 303,0	2 263,4	91,6	2 396,3	2 551,7	1 447,7	265,0	226,3	144,5
März	287,6	7 322,2	2 259,8	90,5	2 394,7	2 577,1	1 504,3	237,2	234,7	159,1
April ¹⁾	260,2	7 235,3	2 237,3	88,5	2 354,6	2 554,9	1 447,8	241,1	206,3	132,1
	Transaktionsbedingte Veränderungen									
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-6,9	-161,8	-119,7	1,8	-154,7	110,8	244,2	-19,0	0,7	17,7
2014 Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	75,0	23,8	-5,8	2,3
Q3	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
Q4	4,4	-95,3	-25,1	1,0	-77,3	6,1	35,9	-55,5	20,9	18,1
2015 Q1	22,2	-47,4	-30,7	-2,5	-47,5	33,3	-6,3	53,8	50,1	19,3
2014 Nov.	1,7	-19,5	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,9	19,0	1,3	9,6
Dez.	0,4	-43,9	-6,2	2,4	-34,1	-6,1	-26,1	-60,7	0,1	9,0
2015 Jan.	40,6	-12,0	-16,1	-0,2	-12,7	17,1	-5,9	46,2	18,8	-6,5
Febr.	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-24,8	33,1	23,0	11,3
März	24,7	-17,5	-6,1	-1,1	-22,8	12,5	24,4	-25,5	8,3	14,6
April ¹⁾	-27,4	-38,8	-20,1	-2,0	-19,9	3,1	-26,8	4,3	-28,3	-27,0
	Wachstumsraten									
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2014 Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Q4	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 Q1	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 Nov.	-1,9	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,9	-	-	-4,4	-6,6
Dez.	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,7	-	-	0,4	14,5
2015 Jan.	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	-	-	22,4	28,3
Febr.	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	-	-	27,0	28,4
März	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
April ¹⁾	-5,7	-3,1	-5,5	-2,4	-7,4	3,4	-	-	26,8	33,0

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

6.1 Finanzierungssaldo, Einnahmen und Ausgaben^{1), 2)}

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungs-saldo	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens-wirksame Ausgaben
		Ins-gesamt	Laufende Einnahmen			Vermögens-wirksame Einnahmen	Ins-gesamt	Laufende Ausgaben						
			Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial-beiträge			Arbeitnehmer-entgelt	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Sozial-ausgaben ³⁾			
												3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3
2012	-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014	-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8
2014 Q3	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
Q4	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7

6.2 Verschuldung¹⁾

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

	Ins-gesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Gebietsansässige	Gebiets-fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 Q3	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

6.3 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schulden-quote ⁴⁾	Primärsaldo	Deficit-Debt-Adjustments ⁵⁾										Wachstum/ Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneu-verschuldung
			Ins-gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva						Neubewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen	Sonstige			
				Zusam-men	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds						
									3			4			5	6	7	8	9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2011	2,1	1,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	0,8	3,9		
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0		
2013	1,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7		
2014	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7		
2014 Q3	0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,4	0,4	1,1	2,7		
Q4	1,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,0	2,7		

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

- 1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder. Vierteljährliche Quoten (in % des BIP) als kumulierte Vierquartalsumme (Stromgrößen und BIP), Stand am Quartalsende (Bestände).
- 2) Einschließlich Transaktionen des EU-Haushalts (Jahreswerte konsolidiert).
- 3) Jahresdaten einschließlich laufender Transfers an private Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 4) Differenz gegenüber der Vorperiode, d. h. gegenüber dem Vorjahr (jährliche Schuldenquote) bzw. gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal (vierteljährliche Schuldenquote).
- 5) Quartalswerte einschließlich der zwischenstaatlichen Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise.

6.4 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung ⁵⁾		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
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
2014 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
2014 Nov.	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,5	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,9	1,7
2014 Dez.	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 Jan.	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7
2015 Febr.	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
2015 März	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
2015 April	15,9	13,8	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7

6.5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets⁶⁾

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

	Belgien	Deutschland	Estland	Irland	Griechenland	Spanien	Frankreich	Italien	Zypern	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Finanzierungssaldo										
2011	-4,1	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2014 Q3	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
2014 Q4	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
Verschuldung										
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
2014 Q3	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7	
2014 Q4	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5	
	Lettland	Litauen	Luxemburg	Malta	Niederlande	Österreich	Portugal	Slowenien	Slowakei	Finnland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Finanzierungssaldo										
2011	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
2014 Q3	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
2014 Q4	-1,4	-0,7	.	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
Verschuldung										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 Q3	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
2014 Q4	40,0	40,9	.	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

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

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