



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2016



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

| | |
|---|----|
| Überblick | 3 |
| 1 Außenwirtschaftliches Umfeld | 7 |
| 2 Finanzielle Entwicklungen | 14 |
| 3 Konjunkturentwicklung | 18 |
| 4 Preise und Kosten | 23 |
| 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung | 27 |
| 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen | 33 |

Kästen

| | |
|---|----|
| 1 Verringerung des Arbeitsproduktivitätswachstums in den Vereinigten Staaten – stilisierte Fakten und wirtschaftliche Implikationen | 38 |
| 2 Aktuelle Ölpreisentwicklungen | 42 |
| 3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 28. Oktober 2015 bis zum 26. Januar 2016 | 45 |
| 4 Bestimmungsfaktoren der vergleichsweise starken Entwicklung des Dienstleistungssektors im Euro-Währungsgebiet | 50 |
| 5 Der Einfluss des Ölpreisrückgangs auf den Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets | 54 |
| 6 Ölpreise und Verbraucherpreise für Energie im Euro-Währungsgebiet | 57 |
| 7 Das Verhältnis zwischen HVPI und HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel | 60 |
| 8 Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015 | 64 |

Aufsätze

| | |
|--|----|
| 1 Übertragung von Produktionsschocks – die Rolle grenzüberschreitender Produktionsketten | 69 |
| 2 Öffentliche Investitionen in Europa | 85 |

Statistik

S1

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick

Auf der Grundlage der regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse nahm der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung am 10. März 2016 eine gründliche Überprüfung der geldpolitischen Ausrichtung vor, bei der auch die jüngsten von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen berücksichtigt wurden, die bis in das Jahr 2018 reichen. Der EZB-Rat hat dementsprechend mit Blick auf sein Preisstabilitätsziel eine Reihe von Maßnahmen beschlossen. Dieses umfassende Maßnahmenpaket nutzt die Synergien zwischen den verschiedenen Instrumenten. Es ist so kalibriert, dass es eine weitere Lockerung der Finanzierungsbedingungen fördert, die Vergabe neuer Kredite ankurbelt und so die Dynamik der Konjunkturerholung im Euroraum verstärkt sowie die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % beschleunigt.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 10. März 2016

Nach einer Abschwächung zum Jahreswechsel dürfte die Weltkonjunktur weiter in moderatem Tempo wachsen. Die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden durch niedrige Zinssätze, eine sich verbessernde Arbeitsmarktlage und das zunehmende Vertrauen gestützt. Der mittelfristige Ausblick der Schwellenländer hingegen ist weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet. In China dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit weiter verlangsamen, was zu negativen Ansteckungseffekten auf andere Schwellenländer (insbesondere in Asien) führen könnte, während es in rohstoffexportierenden Staaten aufgrund der gesunkenen Rohstoffpreise zu erneuten Anpassungen kommen wird. Vor diesem Hintergrund ist der effektive Wechselkurs des Euro in den letzten Monaten stark angestiegen.

Die Finanzmärkte wiesen in den vergangenen Monaten eine erhöhte Volatilität auf. Zunächst trugen Bedenken im Zusammenhang mit dem globalen Wirtschaftswachstum dazu bei, dass die Preise risikoreicherer Finanzanlagen von Anfang Dezember 2015 bis Mitte Februar 2016 zurückgingen. In jüngster Zeit kehrte sich diese Entwicklung jedoch zum Teil wieder um, da die Sorgen der Anleger angesichts anziehender Ölpreise, unerwartet positiver Wirtschaftsdaten in den Vereinigten Staaten und der Erwartung weiterer geldpolitischer Impulse im Euro-Währungsgebiet nachließen. Die Staatsanleiherenditen in Ländern mit einem höheren Rating gaben in den letzten drei Monaten weiter nach.

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum setzt sich fort, wenngleich das Wirtschaftswachstum zu Jahresbeginn aufgrund des schwächeren außenwirtschaftlichen Umfelds geringer ausfiel als erwartet. Das vierteljährliche

Wachstum des realen BIP belief sich im Schlussquartal 2015 auf 0,3 %. Gestützt wurde es durch die Binnennachfrage, während sich ein negativer Beitrag der Nettoexporte dämpfend auswirkte. Die jüngsten Umfragedaten deuten darauf hin, dass die Wachstumsdynamik zu Beginn des laufenden Jahres schwächer als erwartet war.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die wirtschaftliche Erholung in gemäßigtem Tempo fortsetzen. Die Binnennachfrage sollte durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positiven Effekt auf die finanziellen Bedingungen weiter begünstigt werden. Darüber hinaus dürfte sie von dem anhaltenden Beschäftigungszuwachs infolge vergangener Strukturreformen profitieren. Außerdem sollten das real verfügbare Einkommen und der Konsum der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft und die Investitionen der Unternehmen durch den niedrigen Ölpreis zusätzlich gestützt werden. Des Weiteren ist im Euroraum ein leicht expansiver finanzpolitischer Kurs zu beobachten, was teilweise mit den Hilfsmaßnahmen für Flüchtlinge zusammenhängt. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet nach wie vor durch die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften, volatile Finanzmärkte, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016 zufolge wird das jährliche reale BIP 2016 um 1,4 %, 2017 um 1,7 % und 2018 um 1,8 % steigen. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP leicht nach unten korrigiert, was hauptsächlich auf die Eintrübung der weltweiten Wachstumsaussichten zurückzuführen ist. Nach Einschätzung des EZB-Rats überwiegen in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums nach wie vor die Abwärtsrisiken, die insbesondere mit der erhöhten Unsicherheit in Bezug auf die weltwirtschaftliche Entwicklung sowie den allgemeinen geopolitischen Risiken zusammenhängen.

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Februar 2016 bei -0,2 %, verglichen mit 0,3 % im Januar. Zu diesem Rückgang trugen alle wichtigen HVPI-Komponenten bei. Die Inflationsraten dürften sich im späteren Jahresverlauf 2016 wieder erholen und danach, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturbelebung, weiter steigen.

Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2016 auf 0,1 %, 2017 auf 1,3 % und 2018 auf 1,6 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerung nach unten korrigiert, worin sich in erster Linie der Ölpreistrückgang der letzten Monate widerspiegelt. Der EZB-Rat wird das Preissetzungsverhalten und die Lohnentwicklung im Euroraum genau beobachten und dabei insbesondere darauf achten, dass sich das aktuelle Umfeld niedriger Inflationsraten nicht in Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preisentwicklung verfestigt.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirken weiterhin auf die Kreditkonditionen durch und stützen nach wie vor die Dynamik der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe.

Die Geldmenge weist weiterhin einen soliden Anstieg auf, während sich das Kreditwachstum seit Anfang 2014 kontinuierlich erholt. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge wird nach wie vor hauptsächlich aus binnenwirtschaftlichen Quellen der Geldschöpfung gespeist. Die niedrigen Zinsen sowie die Auswirkungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB trugen zur Verbesserung der Geldmengen- und Kreditdynamik bei. Die Refinanzierungskosten der Banken haben sich in der Nähe ihres historischen Tiefstands stabilisiert. Ungeachtet erheblicher länderspezifischer Unterschiede haben die Banken ihre günstigen Refinanzierungsbedingungen in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben. Die verbesserten Kreditbedingungen haben auch weiterhin das sich erholende Kreditwachstum gestützt. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahmen Schätzungen zufolge im Schlussquartal 2015 insgesamt erneut zu, nachdem sie sich in den beiden vorangegangenen Jahresvierteln stabilisiert hatten. Alles in allem haben die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte erheblich verbessert.

Geldpolitische Beschlüsse

Nach Einschätzung des EZB-Rats bestätigte die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse die Notwendigkeit weiterer geldpolitischer Impulse zur Sicherung einer möglichst baldigen Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 %.

Seit der letzten EZB-Ratssitzung im Januar haben sich die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen weiter verschlechtert und die Risiken für das mittelfristige Preisstabilitätsziel des EZB-Rats deutlich erhöht, worauf auch die Abwärtskorrekturen bei Inflation und Wachstum in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 hindeuten. Daher hat der EZB-Rat mit Blick auf sein Preisstabilitätsziel eine Reihe von Maßnahmen beschlossen.

- Erstens beschloss er in Bezug auf die Leitzinsen der EZB, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität um jeweils 5 Basispunkte auf 0,00 % bzw. 0,25 % zu senken. Der Zinssatz für die Einlagefazilität wurde um 10 Basispunkte auf -0,40 % herabgesetzt.
- Zweitens beschloss der EZB-Rat, das Volumen der monatlichen Ankäufe im Rahmen des APP von 60 Mrd € auf 80 Mrd € auszuweiten. Diese Ankäufe sollen bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus 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. Um

weiterhin eine reibungslose Umsetzung der Ankäufe von Vermögenswerten sicherzustellen, hat der EZB-Rat darüber hinaus beschlossen, die emittenten- bzw. emissionsbezogene Ankaufobergrenze für Wertpapiere zugelassener internationaler Organisationen und multilateraler Entwicklungsbanken von 33 % auf 50 % zu erhöhen.

- Drittens beschloss er, auf Euro lautende Investment-Grade-Anleihen von Unternehmen (ohne Banken) im Euro-Währungsgebiet in die Liste der Vermögenswerte aufzunehmen, die für reguläre Ankäufe im Rahmen eines neuen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors zugelassen sind. Dies wird das Durchschlagen der durch das Eurosystem getätigten Ankäufe von Vermögenswerten auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft weiter stärken. Die Ankäufe im Rahmen des neuen Programms werden gegen Ende des zweiten Quartals des laufenden Jahres aufgenommen.
- Viertens beschloss der EZB-Rat, ab Juni 2016 mit einer neuen Reihe von vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II) zu beginnen, die jeweils eine Laufzeit von vier Jahren haben. Diese neuen Geschäfte verstärken den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB und verbessern die Transmission der Geldpolitik, indem weitere Anreize für die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft gesetzt werden. Geschäftspartner können Mittel in Höhe von bis zu 30 % des Bestands an anrechenbaren Krediten zum 31. Januar 2016 aufnehmen. Der Zinssatz für die GLRG II, der dem zum Zeitpunkt der Inanspruchnahme geltenden Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems entspricht, gilt für die Laufzeit des jeweiligen Geschäfts. Für Banken, deren Nettokreditvergabe eine Referenzgröße überschreitet, wird ein niedrigerer Zinssatz für die GLRG II angewandt, wobei der zum Zeitpunkt der Inanspruchnahme geltende Zinssatz für die Einlagefazilität die Untergrenze darstellt. Im Rahmen der GLRG II wird es keine vorzeitigen Pflichtrückzahlungen geben, und ein Wechsel von den GLRG I ist zulässig.

Mit Blick auf die Zukunft geht der EZB-Rat unter Berücksichtigung der aktuellen Aussichten für die Preisstabilität davon aus, dass die Leitzinsen der EZB für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. In Ergänzung der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen werden mit dem im März 2016 beschlossenen umfassenden Maßnahmenpaket erhebliche geldpolitische Impulse gesetzt, um den erhöhten Risiken für das Preisstabilitätsziel der EZB entgegenzuwirken. Wenngleich sehr niedrige oder sogar negative Inflationsraten in den kommenden Monaten aufgrund von Schwankungen der Ölpreise unvermeidbar sind, ist es von entscheidender Bedeutung, Zweitrundeneffekte zu vermeiden, indem eine möglichst baldige Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sichergestellt wird. Der EZB-Rat wird die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität in der nächsten Zeit weiterhin sehr genau beobachten.

Die Weltkonjunktur schwächte sich zum Jahreswechsel ab, dürfte aber weiterhin sukzessive zulegen. Die Aussichten für die Industrieländer werden durch die niedrigen Zinsen, die Aufhellung an den Arbeitsmärkten und die wachsende Zuversicht gestützt. In Bezug auf den mittelfristigen Ausblick der Schwellenländer besteht dagegen nach wie vor größere Unsicherheit. Die konjunkturelle Entwicklung in China verlangsamt sich weiter, wobei es negative Ansteckungseffekte auf andere aufstrebende Volkswirtschaften (insbesondere in Asien) gibt. Die rohstoffexportierenden Staaten müssen aufgrund der gesunkenen Rohstoffpreise weitere Anpassungen vornehmen.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Die Konjunktur sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern zeigte sich am Jahresende 2015 unerwartet schwach.

Die Erholung dürfte zögerlicher verlaufen als zuvor angenommen, womit sich bestätigt, dass die Wachstumsdynamik weiterhin fragil ist. In den Vereinigten Staaten kam es nach den robusten Zuwachsraten im dritten Jahresviertel 2015 im Schlussquartal zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung. Auch die Wirtschaft in Japan verlor an Schwung, und das BIP schrumpfte im vierten Quartal erneut. Mit Blick auf die führenden Industrieländer außerhalb des Euro-Währungsgebiets scheint einzig das Vereinigte Königreich in der zweiten Jahreshälfte 2015 ein anhaltend stabiles Wachstum verzeichnet zu haben. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften schwächte sich die Wachstumsdynamik im letzten Quartal 2015 erneut ab, was unter anderem auf die Entwicklung in den Schwellenländern Asiens – nicht zuletzt die aktuelle wirtschaftliche Neuausrichtung in China – zurückzuführen war. Die

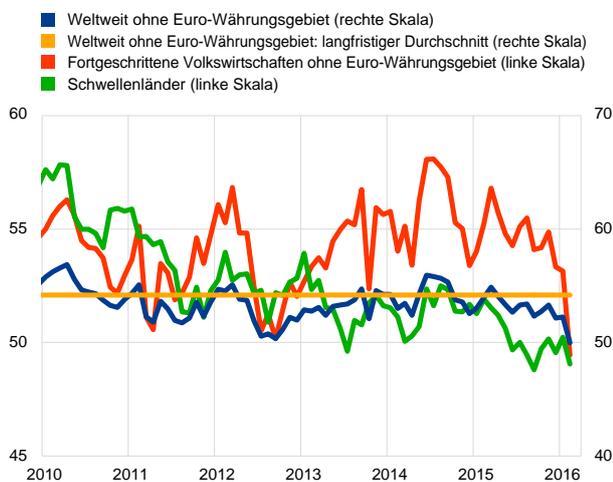
wirtschaftliche Aktivität in Lateinamerika verlangsamte sich zum Jahresende. Grund hierfür war in erster Linie die tiefe Rezession in Brasilien sowie ganz allgemein der negative Einfluss der niedrigen Rohstoffpreise auf die rohstoffproduzierenden Länder in der Region.

Die globalen Konjunkturindikatoren bestätigen, dass sich das Weltwirtschaftswachstum zur Jahreswende abschwächte.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) sank im Februar recht kräftig und lag nur noch knapp über der Wachstumsschwelle (siehe Abbildung 1). Der Rückgang betraf sowohl Industrie- als auch Schwellenländer und spiegelte nicht nur die nach wie vor verhaltene Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe weltweit wider, sondern auch eine merklich rückläufige Wirtschaftstätigkeit im Dienstleistungssektor. Dies könnte darauf hindeuten, dass die hartnäckige weltweite Flaute im verarbeitenden Gewerbe nun

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

(Diffusionsindex)

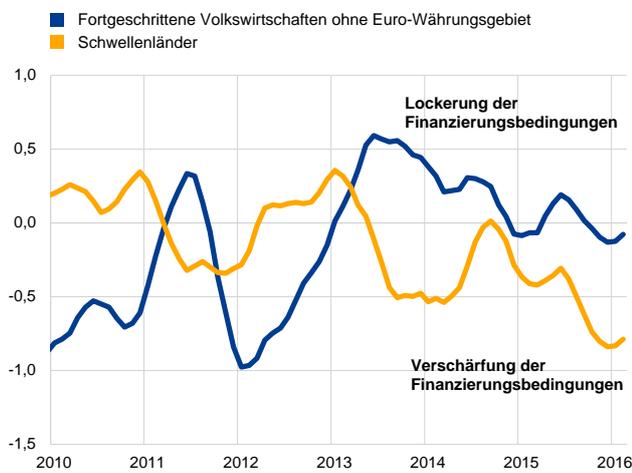


Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016.

Abbildung 2 Indizes der Finanzierungsbedingungen

(Standardabweichung, Mittelwert null; Monatswerte)



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016.

Die Schwellenländer umfassen China, Russland, Brasilien, Indien und die Türkei. Zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gehören die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan.

möglicherweise auf die Dienstleistungsbranche übergreift, die sich bislang als widerstandsfähiger erwiesen hat. Zugleich lassen die Frühindikatoren der OECD Anzeichen einer Wachstumsabschwächung im OECD-Raum insgesamt erkennen.

Die weltweiten Konjunkturaussichten wurden durch drei Bestimmungsfaktoren beeinflusst: eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die Unsicherheit in Bezug auf den Ausblick für China und die fortgesetzte Schwäche der Rohstoffpreise.

Die schwierigeren Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern (siehe Abbildung 2) äußern sich in höheren Staatsanleiherenditen, einer beträchtlichen Abwärtskorrektur der Aktienkurse und Nettokapitalabflüssen aus diesen Staaten vor dem Hintergrund einer erhöhten Volatilität an den globalen Märkten. Diese Volatilität hing teilweise mit der zunehmenden Unsicherheit hinsichtlich

der wirtschaftlichen Perspektiven in China zusammen. Die anhaltend niedrigen Notierungen für Rohstoffe, insbesondere für Öl, wurden schließlich mehr und mehr als ein Zeichen für eine schwache Grunddynamik der Weltwirtschaft gewertet.

Angesichts der zunehmenden Anzeichen einer weltweiten konjunkturellen Abkühlung ist eine Normalisierung der Geldpolitik in den USA und im Vereinigten Königreich den Markterwartungen zufolge zeitlich in die Ferne gerückt. Nachdem die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten im Dezember 2015 erhöht worden waren, verschob sich die Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt merklich nach unten, was darauf schließen lässt, dass erst zu einem späteren Zeitpunkt mit einer weiteren Straffung der Geldpolitik in den USA gerechnet wird. Als Reaktion auf die Zinsanhebung in den USA wurde in einigen Schwellenländern der geldpolitische Kurs verschärft; dies galt vor allem für Länder mit engen Handelsbeziehungen zu den Vereinigten Staaten, wie dies etwa in Lateinamerika der Fall ist, und für Staaten, deren Währungen an den US-Dollar gekoppelt sind.

Während der Rohstoffpreisverfall im Jahr 2015 vor allem auf eine kräftige Angebotsausweitung zurückgeführt wurde, wird der jüngste Abwärtsdruck auf die Ölpreise verstärkt mit Nachfragefaktoren in Verbindung gebracht.

Verschiedene Arten von Ölpreisschocks können für die Weltwirtschaft ganz unterschiedliche Auswirkungen haben (siehe auch Kasten 2). So schlug sich der vor allem angebotsseitig bedingte Rückgang der Ölnotierungen in der zweiten Jahreshälfte 2014 und Anfang 2015 insgesamt positiv im globalen BIP nieder und wirkte dabei in erster Linie über zwei Kanäle, nämlich a) eine Einkommensumverteilung von den erdölproduzierenden Ländern hin zu den Ölverbraucherländern, bei denen dann eine höhere marginale Ausgabenneigung zu beobachten war, und b) Rentabilitätssteigerungen infolge der niedrigeren Vorleistungskosten für Energie, was die Investitionstätigkeit und damit das

gesamtwirtschaftliche Angebot der Netto-Ölimporteure ankurbelte. Allerdings deutet die allmähliche Verschiebung in Richtung eines stärker nachfragebedingten Ölpreisverfalls im zweiten Halbjahr 2015 darauf hin, dass bei der Interpretation der Situation größere Vorsicht geboten ist. Wenngleich sich niedrige Ölpreise über steigende Realeinkommen weiterhin positiv auf die rohstoffimportierenden Staaten auswirken könnten, ist davon auszugehen, dass die schwächere Auslandsnachfrage die positiven Effekte der Ölpreisentwicklung für die Konjunktur weitgehend zunichte macht. Zudem haben sich die negativen Auswirkungen der weiteren Preisrückgänge für die erdölexportierenden Länder als schwerwiegender herausgestellt als zuvor angenommen. In manchen Staaten könnte sich die Bewältigung der zunehmenden haushaltspolitischen Ungleichgewichte zur Abfederung des Einflusses des sinkenden Ölpreises als Herausforderung herausstellen, sodass hierdurch die Inlands- und Auslandsnachfrage stärker als erwartet gedämpft werden könnte.

Was die weitere Entwicklung betrifft, so dürfte die globale Wirtschaftsleistung sukzessive zulegen; Auftrieb dürften ihr dabei die nach wie vor robusten Wachstumsaussichten der führenden Industrieländer und die erwartete stetige Abschwächung der tiefen Rezession in einigen großen Schwellenländern verleihen. Die Aussichten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden durch die anhaltend niedrigen Zinsen, die Aufhellung an den Arbeitsmärkten und die wachsende Zuversicht der Verbraucher gestützt. Für den mittelfristigen Ausblick der Schwellenländer besteht dagegen nach wie vor größere Unsicherheit. Das Wirtschaftswachstum in China verlangsamt sich weiter, wobei es negative Ansteckungseffekte auf andere aufstrebende Volkswirtschaften (insbesondere in Asien) gibt. Die rohstoffexportierenden Staaten müssen indes aufgrund der gesunkenen Rohstoffpreise weitere Anpassungen vornehmen. Allerdings sollte die allmähliche Abschwächung der tiefen Rezession in Russland und Brasilien dem Weltwirtschaftswachstum zugute kommen.

In den Vereinigten Staaten fallen die inländischen Fundamentaldaten nach wie vor robust aus. Es wird damit gerechnet, dass das Wachstum Fahrt aufnimmt, da sich die Erholung am Arbeitsmarkt allmählich in höheren Nominallohnen niederschlägt, die sich im Zusammenspiel mit den weiterhin niedrigen Ölpreisen günstig auf das real verfügbare Einkommen und den Konsum auswirken. Eine fortgesetzte Belebung am Wohnimmobilienmarkt und der leicht expansive finanzpolitische Kurs dürften ebenfalls die Binnennachfrage stärken, welche die Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums in den USA bleiben dürfte. Zugleich sind die Kredit- und Finanzierungsbedingungen trotz des niedrigen Zinsniveaus etwas verschärft worden, und die gesunkenen Preise für Öl hemmen die privaten Investitionen. Überdies dürfte der Außenbeitrag – vor dem Hintergrund der Aufwertung des US-Dollar und der geringen Zunahme der Auslandsnachfrage – nach wie vor negative Wachstumsimpulse liefern. In Kasten 1 werden die Ursachen der Verringerung des Arbeitsproduktivitätswachstums in den USA und die entsprechenden wirtschaftlichen Implikationen untersucht.

Im Vereinigten Königreich setzt sich die moderate konjunkturelle Belebung weiter fort. Maßgeblich für das Wachstum ist insbesondere der Konsum, da die niedrigen Energiepreise weiterhin das real verfügbare Einkommen steigern. Der Investitionszuwachs bleibt dabei – begünstigt durch die Lockerung der

Kreditkonditionen – positiv, auch wenn er sich im Vergleich zu den Vorjahren verlangsamt hat. Allerdings könnte die wirtschaftliche Entwicklung durch die Unsicherheit hinsichtlich des Referendums über die Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union im Juni 2016 gebremst werden. Die Netto-Exporte leisteten in den letzten beiden Quartalen 2015 einen negativen Wachstumsbeitrag.

Die konjunkturelle Erholung in Japan ist weiterhin schwach. Nachdem das Wachstum im dritten Vierteljahr 2015 leicht in den positiven Bereich zurückgekehrt war, schrumpfte die Wirtschaft im Schlussquartal erneut; Grund hierfür waren die nachlassende weltweite Nachfrage und der verhaltene private Konsum. Im laufenden Jahr sollte das Wachstum wieder positive Werte verzeichnen, da die privaten Konsumausgaben aufgrund höherer Realeinkommen, welche aus Lohnzuwächsen und niedrigeren Ölpreisen resultieren, steigen dürften. Auch die Ausfuhren dürften vor dem Hintergrund einer allmählichen Erholung der Auslandsnachfrage anziehen.

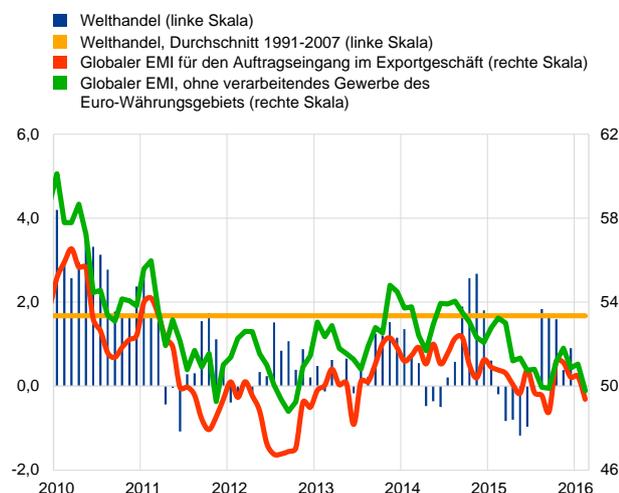
Die wirtschaftliche Neuausrichtung in China bringt eine graduelle Wachstumsverlangsamung mit sich, da der Rückgang der Investitionen nicht vollständig durch höhere Konsumausgaben ausgeglichen wird. Der gesunkene Ölpreis und die robusten Konsumausgaben dürften die Konjunktur auf kurze Sicht in gewissem Umfang stützen. Die jüngste Korrektur der übertrieben hohen Aktienkurse hat zwar die Unsicherheit genährt, scheint aber keine größeren direkten Auswirkungen auf die Konjunkturaussichten gehabt zu haben. Die zuletzt erfolgten Leitzinssenkungen, die moderaten fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen der Zentralregierung sowie die Bemühungen, die finanziellen Restriktionen auf Ebene der lokalen Gebietskörperschaften zu lockern, sollten die Nachfrage im weiteren Verlauf positiv beeinflussen. Mittelfristig könnte das Expansionstempo aber durch einen verstärkten Abbau der Überkapazitäten in einigen Zweigen der Schwerindustrie und den Umgang mit den dadurch bedingten notleidenden Krediten verlangsamt werden, wobei sich der Effekt vornehmlich über den Investitionskanal bemerkbar machen dürfte.

In den mittel- und osteuropäischen Ländern dürfte die realwirtschaftliche Aktivität robust bleiben, allerdings mit einer uneinheitlichen Entwicklung in den einzelnen Staaten. Die Konjunktur in dieser Region wird weiterhin vor allem gestützt durch den dynamischen privaten Konsum, der das Ergebnis der höheren real verfügbaren Einkommen im gegenwärtigen Umfeld niedriger Inflationsraten ist, sowie durch kräftig steigende Investitionen, die von den Mittelzuweisungen aus den Strukturfonds der Europäischen Union profitieren.

Demgegenüber bekommen die rohstoffexportierenden Länder nach wie vor die Folgen des anhaltenden Preisverfalls im Rohstoffbereich zu spüren. In Russland, das sich noch immer tief in der Rezession befindet, sind die Finanzierungskosten weiterhin hoch, obwohl sich die Finanzlage im Verlauf des vergangenen Jahres verbessert hat. Der erneute Ölpreistrückgang hat den Abwertungsdruck auf den russischen Rubel erhöht und könnte dadurch einen Anstieg der Inflation bewirken. Die Unsicherheit ist nach wie vor hoch, das Unternehmerv Vertrauen bleibt schwach, und die geringeren Öleinnahmen bremsen weiterhin die Staatsausgaben. Was die Länder Lateinamerikas betrifft,

Abbildung 3 Internationaler Warenhandel

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



Quellen: Markit, CPB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben für den EMI beziehen sich auf Februar 2016 und für den Welthandel auf Dezember 2015.

so hat sich der Konjunkturabschwung in Brasilien deutlich verschärft. Die politische Unsicherheit, die rohstoffpreisbedingte Verschlechterung der Terms of Trade, die Straffung der Geldpolitik und die restriktiveren Finanzierungsbedingungen belasten allesamt die Konjunktur. Im weiteren Verlauf dürfte sich die tiefe Rezession in Brasilien und in Russland jedoch vor dem Hintergrund einer Stabilisierung der nationalen Währungen sowie der Rohstoffpreise abschwächen.

Das Wachstum des Welthandels scheint um die Jahreswende wieder an Schwung verloren zu haben, nachdem es sich zuvor im zweiten Halbjahr 2015 vom negativen Bereich ins Positive gekehrt hatte. Die weltweiten Einfuhren von Waren und Dienstleistungen (ohne Euroraum) erhöhten sich im dritten Quartal 2015 um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im zweiten Jahresviertel um 0,9 % gesunken waren (siehe Abbildung 3). In dieser Erholung spiegelt sich teilweise eine Korrektur der niedrigen Werte wider, die einige fortgeschrittene

Volkswirtschaften und Schwellenländer (z. B. das Vereinigte Königreich, Japan und China) vor allem aus Gründen der Datenvolatilität verzeichnet hatten. Außerdem kommt darin eine leichte Verlangsamung des starken Importrückgangs in Brasilien und Russland zum Ausdruck, der größtenteils auf die verhaltene Binnennachfrage in diesen Ländern sowie auf die Abwertung der nationalen Währungen zurückzuführen gewesen war. Allerdings deuten die bisher verfügbaren Daten und Umfragen zum Handel im Schlussquartal darauf hin, dass sich das globale Handelswachstum zuletzt wieder abgeschwächt hat. Die Zunahme der weltweiten Wareneinfuhren verlangsamte sich im November im Dreimonatsvergleich auf 0,7 % nach 1,7 % im Oktober. Das Importwachstum in den Schwellenländern kehrte sich wieder ins Minus, weil die Einfuhren der asiatischen Schwellenländer sowie im Nahen Osten und in Afrika stark zurückgingen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb der Importzuwachs hingegen robuster, wenngleich seit Oktober eine leichte Abschwächung zu verzeichnen war. Der globale Index für den Auftragseingang im Exportgeschäft fiel überdies im Februar auf 49,4 Zähler (nach 50,4 im Januar), was auf ein erneut träges Wachstum des Welthandels um die Jahreswende hindeutet.

Die globalen Wachstumsaussichten stehen insgesamt weiterhin im Zeichen einer zögerlichen und uneinheitlichen Erholung. Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 wird sich das jährliche Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) nur sehr schleppend von 3,1 % im Jahr 2015 auf 3,2 % im laufenden, 3,8 % im kommenden Jahr und 3,9 % im Jahr 2018 beschleunigen. Die Auslandsnachfrage des Euroraums dürfte sich indessen ausgehend von einer Änderungsrate von 0,4 % im Jahr 2015 auf 2,2 % im laufenden Jahr, 3,8 % im Jahr 2017 und schließlich 4,1 % im Jahr 2018 erhöhen. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2015 wurden die Angaben für das globale Wachstum nach unten korrigiert, weil die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie auch der Schwellenländer schwächer

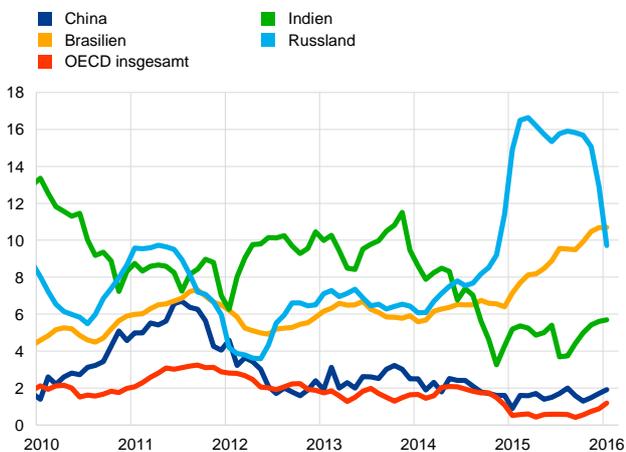
ausfielen als erwartet. Die Projektionen zur Auslandsnachfrage des Euroraums wurden ähnlich stark revidiert wie die Aussichten für das globale Wachstum.

Die Aussichten für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet; dies gilt insbesondere für die Schwellenländer. Zu den größten Abwärtsrisiken gehört die Möglichkeit einer stärkeren konjunkturellen Eintrübung in den Schwellenländern, so auch in China. Die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und die gestiegene politische Unsicherheit könnten die bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichte verstärken. Dies könnte das Vertrauen schwächen und das Wachstum stärker belasten als bislang angenommen. Darüber hinaus könnte die politische Unsicherheit im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Neuausrichtung in China die Volatilität an den internationalen Finanzmärkten erhöhen. Auch geopolitische Risiken dämpfen weiterhin die Wachstumsaussichten. Schließlich verstärken die hartnäckig niedrigen Ölpreise die fiskalischen Ungleichgewichte und werfen Fragen hinsichtlich der finanziellen Stabilität einiger bedeutender ölexportierender Länder auf.

Internationale Preisentwicklung

Abbildung 4
Anstieg der Verbraucherpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Quellen und OECD.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016.

Die Inflation hat in den letzten Monaten weltweit angezogen, hält sich aber insgesamt auf recht niedrigem Niveau. So beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern im Januar weiter auf 1,2 % (nach 0,9 % im Vormonat), wofür in erster Linie ein weniger negativer Beitrag der Energiepreise verantwortlich war (siehe Abbildung 4).

Damit war die Teuerung nach wie vor gemäßigt, aber doch deutlich höher als im Durchschnitt des Schlussquartals 2015 (0,7 %). Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum wie bereits im Vormonat bei 1,9 % und somit nur geringfügig über dem Durchschnitt des vierten Quartals 2015 (1,8 %). Die Energiepreise gaben im Januar den siebzehnten Monat in Folge nach (-5,3 % gegenüber dem Vorjahr), allerdings nicht mehr so stark wie zuvor, während der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln weitgehend unverändert blieb.

Ein Blick auf einzelne OECD-Länder zeigt, dass die Gesamtinflation in Kanada, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten anzog, während sie sich in Japan ins Negative kehrte. Unter den bedeutenden Nicht-OECD-Ländern war in China ein Anstieg der Gesamtinflation zu beobachten, während sich die Teuerung in Indien und Russland abschwächte und in Brasilien unverändert zweistellige Werte aufwies.

Die Ölpreise fielen Ende Januar auf ein Zwölfjahrestief, haben sich seitdem aber wieder etwas erholt. Mitte Oktober 2015 hatte vor dem Hintergrund eines Überangebots am Ölmarkt bei gleichzeitig sinkender Nachfrage ein

erneuter Ölpreisrutsch eingesetzt, der bis Ende Januar 2016 anhielt. Auf der Angebotsseite wurde der Preisverfall durch die Entscheidung der OPEC vom Dezember, ihre aktuellen Fördermengen unverändert auf dem gegenwärtigen Rekordniveau zu halten, sowie durch die robuste Ölproduktion der nicht der OPEC angehörenden Länder verschärft. Zuletzt haben Diskussionen über ein Abkommen zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten über ein mögliches Einfrieren der Öl-Fördermengen auf dem Niveau vom Januar sowie Angebotsengpässe im Irak und in Nigeria zu einer leichten Preiserholung beigetragen. Im Februar und Anfang März zogen die Notierungen in einem Umfeld erhöhter Volatilität an. Am internationalen Ölmarkt herrscht nach wie vor ein Überangebot, das auf folgende Faktoren zurückzuführen ist: a) die geringe Wahrscheinlichkeit einer konzertierten Fördermengenbeschränkung durch die OPEC- und Nicht-OPEC-Länder, b) die Rückkehr des Iran an den globalen Ölmarkt und c) die sinkende Ölnachfrage. Die OPEC-Staaten fördern weiterhin nahezu auf Rekordniveau, und auch die Fördermengen der nicht der OPEC angehörenden Länder sind nach wie vor hoch, wobei Russland historisch hohe Mengen produziert, während die Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten stark einzubrechen droht. Die Ölvorräte der OECD wurden weiter aufgestockt und lagen am Ende des Schlussquartals 2015 auf einem Höchststand. Die Notierungen der sonstigen Rohstoffe haben seit Ende Januar infolge steigender Metallpreise leicht zugelegt.

Die Inflation weltweit dürfte auf mittlere Frist gedämpft bleiben. Auf kurze Sicht dürften die niedrigen Öl- und sonstigen Rohstoffpreise den Inflationsdruck weiter dämpfen. Zugleich schließen sich die Produktionslücken in den Industrieländern nur langsam und weiten sich in mehreren Schwellenländern sogar aus. Dies deutet darauf hin, dass auf globaler Ebene weiterhin beträchtliche freie Kapazitäten bestehen, die mittelfristig für anhaltenden Abwärtsdruck auf die weltweite zugrunde liegende Inflation sorgen dürften. Gleichzeitig impliziert der steigende Verlauf der Öl-Terminkontraktkurve auf mittlere Frist einen kräftigen Anstieg der Ölpreise.

2 Finanzielle Entwicklungen

In den letzten Monaten waren die Finanzmärkte von einer hohen Volatilität geprägt. Weltweite Wachstumssorgen und weiter fallende Ölpreise trugen dazu bei, dass die Preise risikoreicherer Finanzanlagen von Anfang Dezember 2015 bis Mitte Februar zurückgingen. Im Anschluss kehrte sich diese Entwicklung teilweise wieder um, da die Bedenken der Anleger durch anziehende Ölpreise, unverhofft positiv ausgefallene Wirtschaftsdaten in den Vereinigten Staaten und die Erwartung weiterer geldpolitischer Stimulierungsmaßnahmen im Euro-Währungsgebiet nachließen. An den Aktienmärkten des Euroraums kam es im Berichtszeitraum (2. Dezember 2015 bis 9. März 2016) zu Kursverlusten von insgesamt rund 12 %, wobei sich die Einbußen Mitte Februar zwischenzeitlich sogar auf mehr als 20 % belaufen hatten. Zugleich sanken die Renditen von Staatsanleihen mit höherem Rating, da die Anleger nach sichereren Vermögenswerten Ausschau hielten.

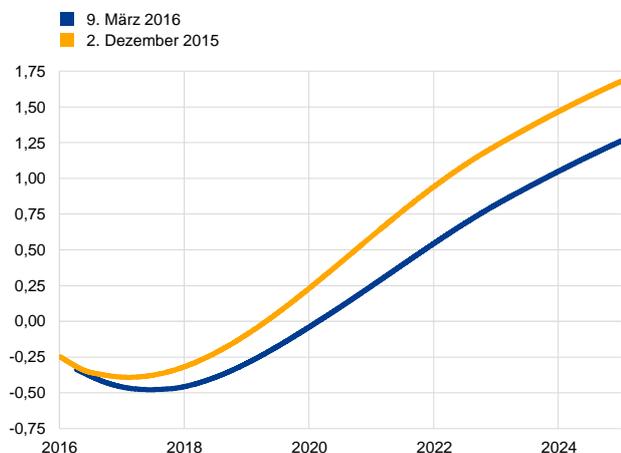
Von Anfang Dezember 2015 bis Mitte Februar 2016 führten Sorgen hinsichtlich des Weltwirtschaftswachstums und ein weiterer Rückgang der Ölpreise zu heftigen Verlusten bei risikobehafteten Vermögenswerten; im Anschluss kehrte sich die Entwicklung teilweise wieder um. Die Bedenken hinsichtlich des globalen Wachstums verstärkten sich Anfang 2016 angesichts drastischer Kurseinbrüche am chinesischen Aktienmarkt und des Ölpreisverfalls. Hinzu kamen negative Konjunkturindikatoren im Euroraum und in den Vereinigten Staaten, die eine Abwärtskorrektur der Bewertung von Finanzanlagen verursachten. Von Mitte Februar bis Anfang März kam es unter anderem dank steigender Ölpreise, unerwartet positiver US-Konjunkturindikatoren und der Erwartung weiterer stimulierender Maßnahmen der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet zu einer partiellen Erholung der Preise für risikoreichere Vermögenswerte. Auch die Indizes der Aktienmarktvolatilität unterlagen starken Schwankungen; so erhöhte sich die Volatilität bis Mitte Februar deutlich, um gegen Ende des betrachteten Zeitraums wieder etwas nachzulassen.

Nach dem im Dezember 2015 gefassten Beschluss des EZB-Rats, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 0,10 % auf -0,30 % zu senken, ging der EONIA im Berichtszeitraum zurück. In der Woche vor der Umsetzung dieser Zinssenkung hatte sich der EONIA noch zwischen -13 und -15 Basispunkten bewegt. Danach notierte er in einer Bandbreite von -22 bis -25 Basispunkten; eine Ausnahme bildete ein temporärer Anstieg zum Jahresende 2015, der auf eine höhere Liquiditätsnachfrage zurückzuführen war. Der Rückgang des EONIA erfolgte vor dem Hintergrund einer zunehmenden Überschussliquidität, die sich im Zusammenhang mit den Käufen im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten aufbaute. Weitere Einzelheiten zu den Liquiditätsbedingungen und den geldpolitischen Geschäften im Euroraum finden sich in Kasten 3.

Die EONIA-Terminzinskurve flachte sich deutlich ab, da sich die Renditen entlang der Kurve aufgrund der weltweiten Unsicherheit und der Erwartungen in Bezug auf die Geldpolitik nach unten verschoben. Die längerfristigen EONIA-Terminzinsen gaben während des Berichtszeitraums um rund 50 Basispunkte nach, während die Zinssätze am kurzen Ende der Kurve nicht ganz so deutlich

Abbildung 5
EONIA-Terminzinskurve

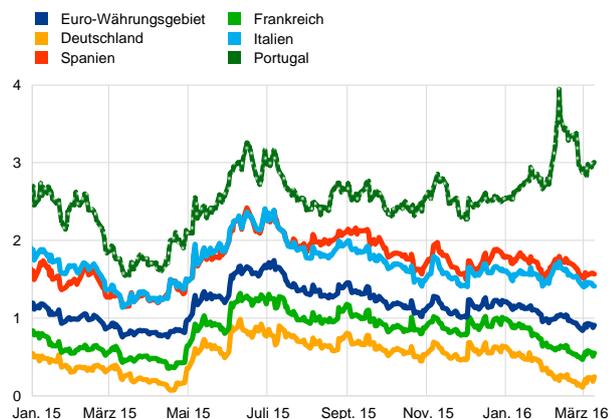
(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 6
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Angaben für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um den BIP-gewichteten Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2016.

zurückgingen. Diese Abnahme hatte eine weitere Verflachung der Kurve zur Folge (siehe Abbildung 5). Am 9. März befand sich der tiefste Punkt der Kurve bei circa -50 Basispunkten, was darauf hindeutete, dass die Märkte im Vorfeld der EZB-Ratssitzung am 10. März mit einer erneuten Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität rechneten. Der ausgeprägte Rückgang der EONIA-Terminzinsen lässt sich bis zu einem gewissen Grad mit den Erwartungen weiterer geldpolitischer Stimulierungsmaßnahmen der EZB erklären; verschärft wurde er durch die Zunahme der weltweiten Unsicherheit, die zu einer stärkeren Nachfrage nach sichereren Anlageformen führte – einschließlich solcher, deren Rendite eng mit den EONIA-Zinssätzen korreliert.

Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet sank von Anfang Dezember bis zum 9. März um 11 Basispunkte (siehe Abbildung 6).

Nach der Sitzung des EZB-Rats Anfang Dezember zogen die Staatsanleiherenditen im Euroraum zunächst an. Ab Anfang Januar 2016 gerieten sie aufgrund einer Zunahme der weltweiten Unsicherheit und der an den Märkten gehegten Erwartung weiterer geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen im Euroraum unter Abwärtsdruck, womit der im Dezember verzeichnete Anstieg mehr als aufgezehrt wurde. Insgesamt sank die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet von Anfang Dezember bis zum 9. März um 11 Basispunkte auf 0,9 %.

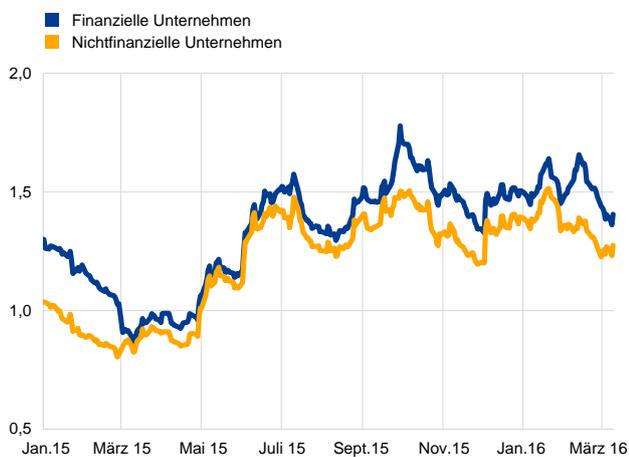
Bei der Entwicklung der Staatsanleiherenditen waren von Land zu Land gewisse Unterschiede festzustellen, wobei der Renditerückgang in den Ländern mit höherem Rating stärker ausfiel. Bei den meisten Ländern mit einem niedrigeren Rating blieben die Renditen dagegen unverändert oder stiegen leicht

an. In Portugal unterlagen die Staatsanleiherenditen erheblichen Schwankungen und spiegelten damit die am Markt herrschenden Bedenken hinsichtlich des Staatshaushalts und der Reformagenda der neu gewählten Regierung wider.

Abbildung 7

Unternehmensanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)



Quellen: iBoxx und EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2016.

Abbildung 8

Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2016.

Die weltweite Verkaufswelle bei risikobehafteten Vermögenswerten betraf auch Unternehmensanleihen: Die Renditespreads von Anleihen mit niedrigerem Rating weiteten sich stärker aus als die von Anleihen mit höherer Bonität. Trotz der gestiegenen Spreads im Unternehmenssektor blieben die Renditen von Unternehmensanleihen sowohl bei finanziellen als auch bei nichtfinanziellen Emittenten ungeachtet einer volatilen Entwicklung insgesamt weitgehend unverändert (siehe Abbildung 7), da die höheren Kreditspreads unter dem Strich durch niedrigere risikofreie Zinsen ausgeglichen wurden. Im längerfristigen Vergleich sind die Renditen von Unternehmensanleihen finanzieller wie auch nichtfinanzieller Emittenten nach wie vor sehr niedrig.

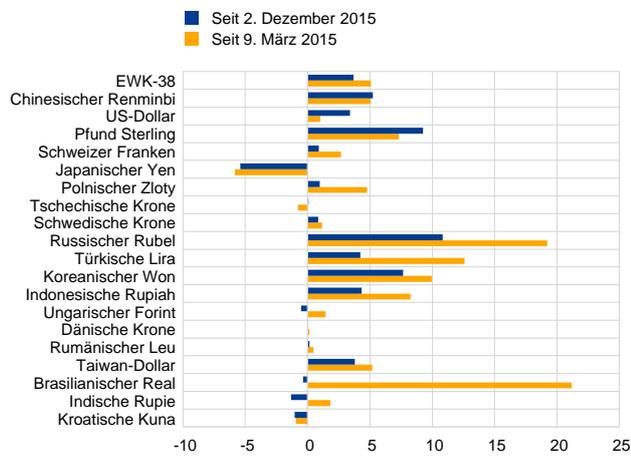
Nach der Talfahrt von Anfang Dezember bis Mitte Februar gewannen die Aktienmärkte des Euro-Währungsgebiets gegen Ende des Berichtszeitraums wieder an Boden. Gemessen am marktbreiten Euro-STOXX-Index erlitten die Aktienkurse im Euroraum zwischen Anfang Dezember und dem 11. Februar vor dem Hintergrund der weltweit zunehmenden Unsicherheit Einbußen von rund 21 % (siehe Abbildung 8). Vom 11. Februar bis zum 9. März verteuerten sich die Aktien dann wieder, sodass sich im Berichtszeitraum insgesamt ein Rückgang um 12 % ergab. Bevor die Erholung einsetzte, waren Bankaktien im Eurogebiet insgesamt deutlich stärker eingebrochen als der Markt insgesamt. Grund hierfür waren aufkommende Bedenken hinsichtlich der allgemeinen Ertragskraft des Bankensektors verbunden mit einigen länder- und bankenspezifischen Ereignissen. So brach der Euro-STOXX-Aktienindex für Banken zwischen Anfang Dezember und Mitte Februar um 35 % ein. Gegen Ende des Berichtszeitraums legte er dann wieder leicht zu, sodass sich unter dem Strich ein Minus von rund 22 % ergab. Die Aktienmärkte

in den Vereinigten Staaten waren ähnlichen, jedoch nicht ganz so ausgeprägten Schwankungen unterworfen. So büßte der S&P 500 insgesamt lediglich 4 % ein.

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Prozentuale Veränderung in Relation zum 9. März 2016. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

Der effektive Wechselkurs des Euro legte in den vergangenen drei Monaten deutlich zu.

Von Anfang Dezember 2015 bis Mitte Februar 2016 wertete der Euro angesichts der zunehmenden weltweiten Unsicherheit in effektiver Rechnung stark auf. In der Folgezeit verzeichnete die Gemeinschaftswährung vor dem Hintergrund steigender Renditeabstände zwischen langfristigen Anleihen in den USA und im Euroraum und der Erwartung weiterer geldpolitischer Stimulierungsmaßnahmen durch die EZB sowohl in effektiver Rechnung als auch gegenüber dem US-Dollar leichte Kursverluste. Insgesamt gewann der Euro in der Berichtsperiode handelsgewichtet 3,7 % an Wert (siehe Abbildung 9). Gegenüber dem US-Dollar zog der Euro in diesem Zeitraum um 3,4 % an. Die erhöhte Unsicherheit wegen des bevorstehenden Referendums zur EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs belastete das Pfund Sterling und ließ den Euro um 9,3 % aufwerten. Auch zum russischen Rubel, zum chinesischen Renminbi und gegenüber

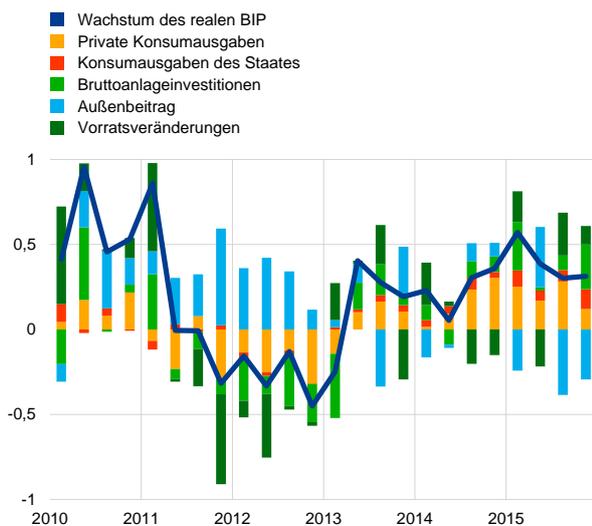
den Währungen von Schwellenländern und rohstoffexportierenden Staaten gewann die Gemeinschaftswährung deutlich an Wert. Eine gestiegene Volatilität und die gesunkene Risikobereitschaft stützten den japanischen Yen und ließen den Euro gegenüber der japanischen Währung um 5,4 % abwerten.

3 Konjunktorentwicklung

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet setzt sich fort, wenngleich es zu Jahresbeginn infolge des schwächeren außenwirtschaftlichen Umfelds Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung gab. Das reale BIP weitete sich im vierten Quartal 2015, wie schon im Vierteljahr zuvor, um 0,3 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum aus. Die jüngsten Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass die Wachstumsdynamik Anfang 2016 schwächer als erwartet ausfiel. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die konjunkturelle Erholung in gemäßigtem Tempo fortsetzen. Die Binnennachfrage sollte durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positiven Effekt auf die finanziellen Bedingungen, den leicht expansiven finanzpolitischen Kurs und die Wirkung früherer Strukturreformen auf die Beschäftigung weiter begünstigt werden. Außerdem dürften das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft der Unternehmen und somit auch die privaten Konsumausgaben und die Investitionen durch den niedrigen Ölpreis zusätzlich gestützt werden. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung immer noch durch die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften, volatile Finanzmärkte, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016 zufolge wird mit einem etwas niedrigeren Wachstum des realen BIP im Euroraum gerechnet. Gemäß den Projektionen wird es sich im laufenden Jahr auf 1,4 % (nach unten korrigiert von 1,7 %), im kommenden Jahr auf 1,7 % (nach unten korrigiert von 1,9 %) und 2018 auf 1,8 % belaufen.

Abbildung 10
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

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

Die Konjunkturerholung im Euroraum setzt sich fort, wenngleich die weltwirtschaftliche Entwicklung die kurzfristigen Aussichten belastet.

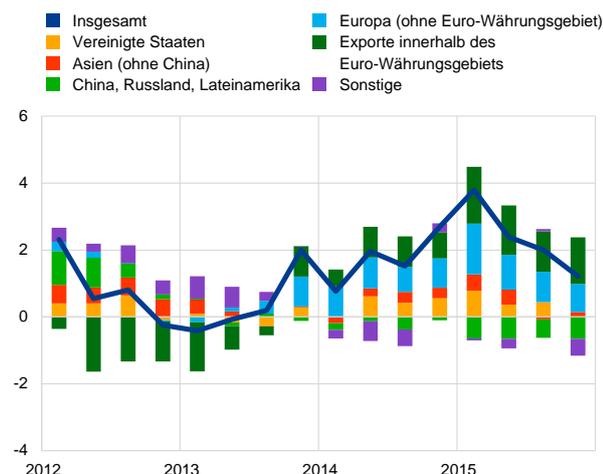
Im Schlussquartal 2015 erhöhte sich das reale BIP, wie schon im Vierteljahr zuvor, um 0,3 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum; positive Beiträge gingen dabei abermals von den privaten Konsumausgaben (wenn auch in geringerem Maße als im Vorquartal), einem Investitionsanstieg und einer weiteren Erhöhung der staatlichen Konsumausgaben aus (siehe Abbildung 10).¹ Infolgedessen lag das Produktionsniveau rund 3 % über seinem jüngsten Tiefstand und lediglich 0,2 % unter seinem vor der Krise verzeichneten Höchststand vom ersten Quartal 2008. Im Gesamtjahr 2015 stieg das reale BIP um 1,6 %, was der stärksten Zunahme seit 2011 entsprach.

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

Die Konjunkturabkühlung in den Schwellenländern belastete im Verlauf des letzten Jahres das Exportwachstum des Euroraums, wobei sich die negativen Einflüsse im Schlussquartal weiter verstärkten. Die Wachstumsverlangsamung in China, die schwache Nachfrage in Russland und die Rezession in Brasilien

Abbildung 11
Gesamte Warenexporte des Euro-Währungsgebiets

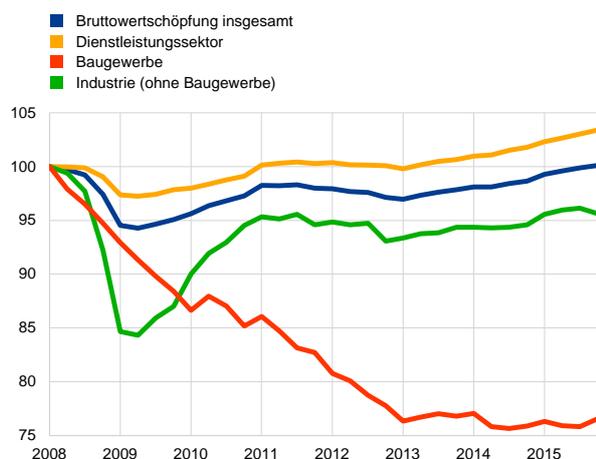
(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015. Für die EU-Länder beruhen die Daten zum vierten Quartal auf Angaben für Oktober und November.

Abbildung 12
Reale Bruttowertschöpfung im Euro-Währungsgebiet nach Wirtschaftszweigen

(Index: Q1 2008 = 100)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

drosselten weiterhin die Warenexporte des Eurogebiets (siehe Abbildung 11). Infolgedessen leistete der Außenhandel im Schlussquartal 2015 einen negativen Beitrag in Höhe von 0,3 Prozentpunkten zum realen BIP-Wachstum. Während der in einigen großen Schwellenländern wie z. B. China beobachtete Nachfragerückgang die Konjunktur im Euroraum belastete, dürfte die Wirkung über den Handelskanal nicht so groß sein wie die üblichen Bruttohandelszahlen in der Regel implizieren.² Zum Teil wurde die Wachstumsverlangsamung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahresverlauf 2015 durch die starke Binnennachfrage im Eurogebiet, die den Handel innerhalb des Euroraums stützte, ausgeglichen. Zudem war auch die Nachfrage aus anderen Industrieländern (insbesondere innerhalb Europas) vergleichsweise hoch. Zusammen mit der seit Mitte 2014 günstigen Entwicklung des Euro-Wechselkurses wirkte sich dies positiv auf das Wachstum der Ausfuhren des Euroraums aus, sodass gebietsansässige Exporteure ihre Anteile an den globalen Ausfuhren deutlich ausweiten konnten.

Sowohl die Auslandsbestellungen als auch die Stimmungsindikatoren weisen auf eine eher gedämpfte Entwicklung des Welthandels in nächster Zeit hin. Zudem wird der Anstieg

des effektiven Euro-Wechselkurses in den ersten Monaten des laufenden Jahres die günstige Wirkung der 2014-2015 verzeichneten Abwertung der Gemeinschaftswährung künftig schmälern. Mit der allmählichen Belebung der Weltwirtschaft dürfte jedoch auch das Exportwachstum des Euroraums zulegen und parallel zur Auslandsnachfrage an Dynamik gewinnen.

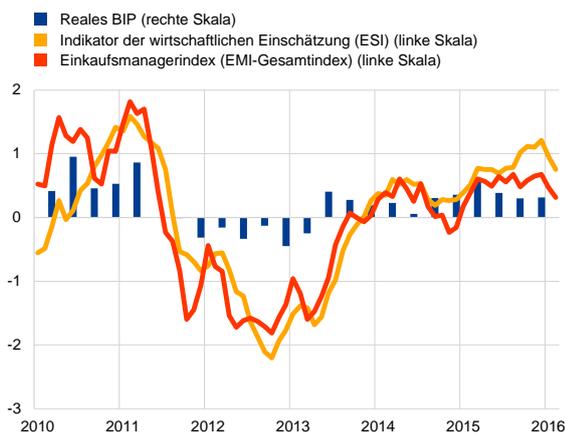
Aufgeschlüsselt nach Sektoren übertraf die Wertschöpfung im Dienstleistungsgewerbe ihr Vorkrisenniveau, in der Industrie und im Baugewerbe liegt sie hingegen noch immer darunter (siehe Abbildung 12). Triebfeder der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung waren vor allem die privaten Konsumausgaben. Davon profitierte der Dienstleistungssektor, dessen Wertschöpfung

² Siehe EZB, Übertragung von Produktionsschocks – die Rolle grenzüberschreitender Produktionsketten, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

mittlerweile 3 % über dem vor der Krise verzeichneten Höchststand liegt.³ In der Industrie (ohne Baugewerbe) wurde die Wertschöpfung 2015 durch das schwache außenwirtschaftliche Umfeld beeinträchtigt und blieb unter dem Höchststand vor der Krise. Im Baugewerbe, das infolge der umfangreichen Korrekturen an den Wohnimmobilienmärkten in einer Reihe von Ländern nach der Krise von 2008-2009 einen Einbruch verzeichnete, ist eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau zu beobachten. Im Schlussquartal 2015 wurde ein weiterer Anstieg der Wertschöpfung bei den Dienstleistungen verbucht. Auch im Baugewerbe wurde eine leichte Zunahme verzeichnet, nachdem die Bautätigkeit in einigen Euro-Ländern von der relativ milden Witterung profitiert hatte. Die Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) war indes rückläufig.

Abbildung 13
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie für das Euro-Währungsgebiet

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



Quellen: Markit, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (GD ECFIN) und Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015 (reales BIP), Januar 2016 (ESI) bzw. Februar 2016 (EMI). ESI und EMI sind normiert.

Die bis Februar vorliegenden Umfragedaten lassen auf ein moderates Wachstum zu Jahresbeginn 2016 schließen.

Sowohl der Indikator der Europäischen Kommission für die wirtschaftliche Einschätzung (ESI) als auch der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie sanken in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres (siehe Abbildung 13), blieben aber über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Die Stimmung hat sich auf recht breiter Front über Unternehmenssektoren und private Haushalte hinweg eingetrübt und spiegelt die Erwartungen in Bezug auf Nachfrage und Produktion sowie die Einschätzung der Privathaushalte im Hinblick auf ihre aktuelle wirtschaftliche Lage wider.

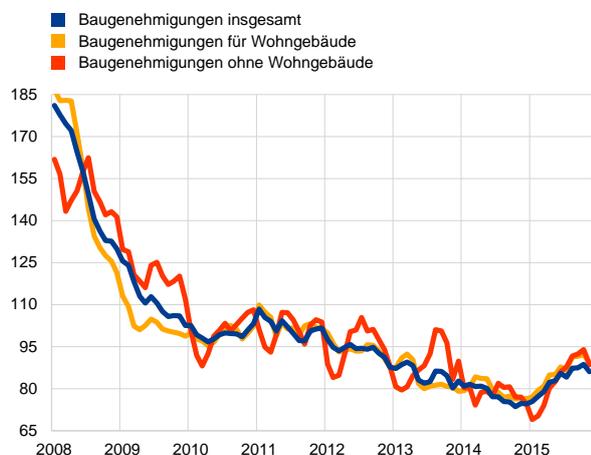
Das Investitionswachstum beschleunigte sich im vierten Quartal 2015, was auf Ausrüstungsinvestitionen sowohl im Baugewerbe als auch außerhalb des Bausektors zurückzuführen sein dürfte. Nach dem schwachen Wachstum der Investitionstätigkeit im zweiten und dritten

Jahresviertel war die im Schlussquartal verzeichnete Zunahme auf relativ breiter Basis in den Euro-Ländern zu beobachten. Vor dem Hintergrund der sukzessiv anziehenden Nachfrage, der höheren Gewinnmargen und der weiter sinkenden Kapazitätsreserven dürfte sich die Investitionstätigkeit außerhalb des Baugewerbes erholen. Auch bei den Finanzierungsbedingungen ist eine Verbesserung festzustellen, und die Unternehmen im Euroraum dürften über umfangreiche liquide Mittel für Investitionen verfügen. Zudem dürften äußerst günstige Finanzierungsbedingungen und niedrige Hypothekenzinsen zusammen mit dem höheren verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte die Nachfrage nach Wohnimmobilien in nächster Zeit stützen und Bauinvestitionen fördern. Bestätigt wird dieser Eindruck tendenziell durch Anzeichen einer Erholung am Wohnimmobilienmarkt und vermehrte Anträge auf Baugenehmigungen in einigen

³ Siehe auch EZB, Bestimmungsfaktoren der vergleichsweise starken Entwicklung des Dienstleistungssektors im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 14 Baugenehmigungen

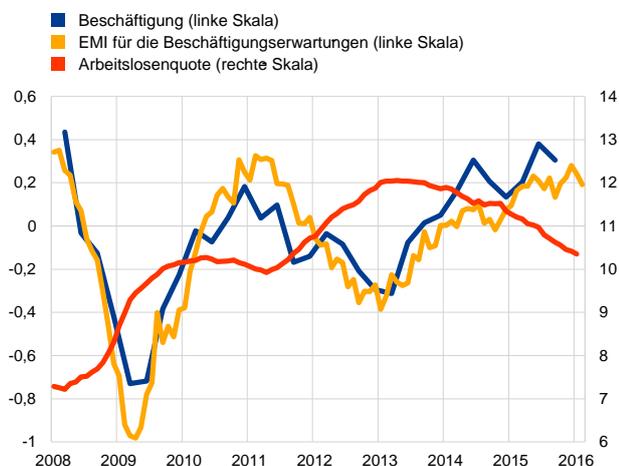
(Index: 2010 = 100; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zeitreihen sind saisonbereinigt, mit Ausnahme der Daten zu Baugenehmigungen ohne Wohngebäude.

Abbildung 15 Beschäftigung, Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote

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



Quellen: Eurostat, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (GD ECFIN) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015 (Beschäftigung), Januar 2016 (Arbeitslosenquote) bzw. Februar 2016 (EMI für die Beschäftigungserwartungen).

Ländern (siehe Abbildung 14). Zu Beginn des laufenden Jahres gewonnene Umfrageindikatoren zum Baugewerbe lassen außerdem auf eine stärkere Grunddynamik des Wachstums der Bauinvestitionen schließen. Gleichwohl dürfte die Erholung der Investitionstätigkeit durch die nach wie vor bestehende Notwendigkeit der Unternehmen zum Schuldenabbau in einigen Ländern, die jüngste Volatilität an den Finanzmärkten, die schwächeren Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und die niedrigeren langfristigen Wachstumserwartungen der Anleger gedämpft werden.

Die privaten Konsumausgaben, welche die Haupttriebfeder der laufenden Erholung darstellen, schwächten sich Ende 2015 ab.

Ursächlich hierfür waren unter anderem die Schlussverkäufe bei Bekleidung und der Energieverbrauch, die beide durch die relativ milde Witterung beeinträchtigt wurden, sowie die Terroranschläge in Paris vom November 2015. Die für Januar 2016 verfügbaren Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen deuten auf einen Wiederanstieg der privaten Konsumausgaben hin und bestätigen tendenziell, dass die im letzten Vierteljahr 2015 beobachtete Wachstumsverlangsamung des privaten Konsums vorübergehender Natur war. Allgemeiner betrachtet kam dem privaten Verbrauch der Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte zugute, der in erster Linie eine Folge der höheren Beschäftigung, der niedrigeren Ölpreise und einer recht stabilen Sparquote war. Außerdem haben die bilanziellen Restriktionen der privaten Haushalte allmählich nachgelassen, und das Verbrauchervertrauen ist infolge der rückläufigen Arbeitslosenquoten nach wie vor relativ robust.

Die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets sinkt weiter, ist aber immer noch hoch.

Im Januar 2016 lag sie bei 10,3 %, dem niedrigsten Stand

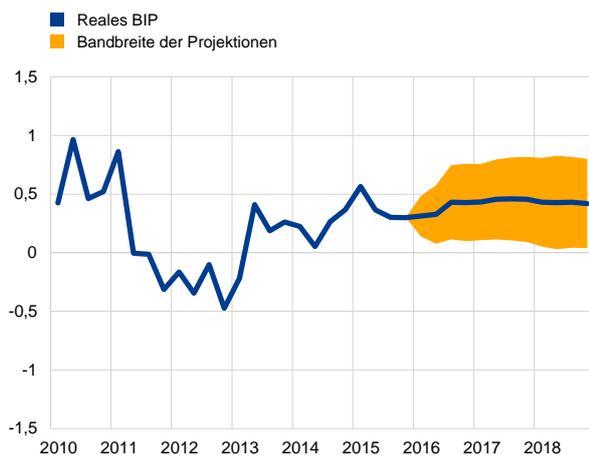
seit Mitte 2011 (siehe Abbildung 15). Die Beschäftigung ist seit 2013 stetig gestiegen; insgesamt erhöhte sie sich im Eurogebiet im dritten Quartal 2015 um mehr als zwei Millionen Personen. Seit der Krise entwickeln sich jedoch Beschäftigtenzahl und Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden unterschiedlich, was in erster Linie einem zyklischen Rückgang der Arbeitsstunden von Vollzeitbeschäftigten und einer Zunahme von Teilzeitkräften, vor allem im Dienstleistungssektor, zuzuschreiben ist. Umfassendere Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die auch Bevölkerungsgruppen berücksichtigen, die unfreiwillig in Teilzeit arbeiten oder sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, verzeichnen weiterhin hohe Werte.

Etwa sieben Millionen Menschen (d. h. 5 % der Erwerbspersonen) arbeiten derzeit aufgrund einer fehlenden Vollzeitätigkeit unfreiwillig in Teilzeit, und mehr als sechs Millionen Arbeitskräfte haben die Stellensuche aufgegeben und sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen (entmutigte Arbeitnehmer). Der Arbeitsmarkt im Euroraum dürfte also eine höhere Unterauslastung aufweisen, als es die Arbeitslosenquote allein vermuten lässt.

Den Projektionen zufolge wird sich die wirtschaftliche Erholung festigen, auch wenn sie durch eine schwächer als erwartet ausfallende Auslandsnachfrage gedämpft wird. Negative Einflüsse, welche die Konjunktur des Eurogebiets auf kurze Sicht belasten, ergeben sich aus dem schwächeren Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften, einem Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses, einer Stimmungseintrübung und einer höheren Volatilität an den Finanzmärkten. Im weiteren Verlauf dürfte die von der Binnennachfrage getragene Erholung nach wie vor von der Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt werden. Diese werden weiterhin auf die Realwirtschaft übertragen, was sich an der zunehmenden Lockerung der Kreditbedingungen ablesen lässt. Die Binnennachfrage sollte durch die sich verbessernde Arbeitsmarktlage, die niedrigeren Ölpreise, den leicht expansiven finanzpolitischen Kurs und in der Folge eine Belebung der Auslandsnachfrage des Eurogebiets weiter begünstigt werden. Gebremst wird die konjunkturelle Erholung im Euroraum indes weiterhin durch die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften und die schleppende Umsetzung von Strukturreformen.⁴

Abbildung 16
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets
(einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016, veröffentlicht am 10. März 2016 auf der Website der EZB.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016 zufolge wird das jährliche reale BIP im Jahr 2016 um 1,4 %, im Jahr 2017 um 1,7 % und im Jahr 2018 um 1,8 % steigen (siehe Abbildung 16).

Die verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2015 erfolgte Abwärtskorrektur des realen BIP-Wachstums ergibt sich in erster Linie aus den kombinierten Negativeffekten der niedrigeren Auslandsnachfrage des Euroraums und des gestiegenen effektiven Wechselkurses des Euro auf das Exportwachstum sowie den negativen Auswirkungen der höheren Finanzmarktvolatilität und der schwächeren Stimmungsindikatoren. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Eurogebiets überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken, was insbesondere mit der erhöhten Unsicherheit in Bezug auf die Entwicklung in den Schwellenländern sowie den allgemeinen geopolitischen Risiken zusammenhängt.

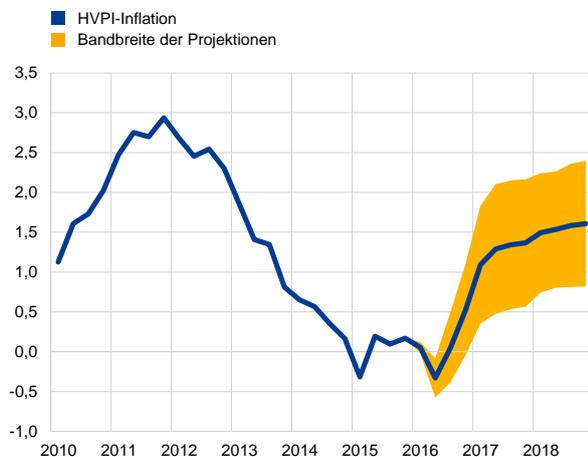
⁴ Siehe EZB, Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015, Kasten 8 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

4 Preise und Kosten

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Februar 2016 bei -0,2 %, verglichen mit 0,3 % im Januar. Zu diesem Rückgang trugen alle wichtigen HVPI-Komponenten bei. Auf Grundlage der aktuellen Terminpreise für Energie dürften die Teuerungsraten in den kommenden Monaten negativ bleiben und im späteren Jahresverlauf 2016 wieder anziehen. Danach sollten sie, getragen von

Abbildung 17
Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet
(einschließlich Projektionen)

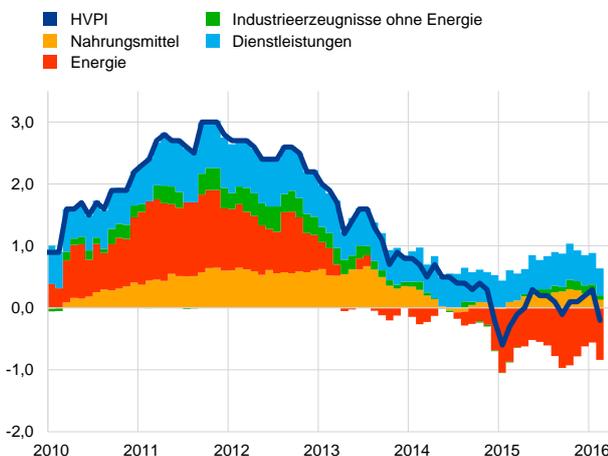
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom März 2016 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2018 (Projektionen).

Abbildung 18
Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamteinflation
des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016 (Vorausschätzungen).

den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturerholung, weiter steigen. Dieses allgemeine Verlaufsmuster deckt sich auch mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2016 auf 0,1 %, 2017 auf 1,3 % und 2018 auf 1,6 % belaufen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation nach unten korrigiert, worin sich in erster Linie der Ölpreisrückgang der letzten Monate widerspiegelt.

Die Gesamteinflation kehrte sich im Februar wieder ins Negative.

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge sank die Gesamteinflation von 0,3 % im Januar auf -0,2 %, wobei alle Hauptkomponenten des HVPI zu diesem Rückgang beitrugen (siehe Abbildung 17 und 18). Durch die zuletzt beobachtete neuerliche Ölverbilligung gerieten die bereits im negativen Bereich liegenden jährlichen Teuerungsraten für Energie noch weiter ins Minus. Zugleich hat sich der moderate Anstieg der Teuerung bei Nahrungsmitteln und der Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verlangsamt.

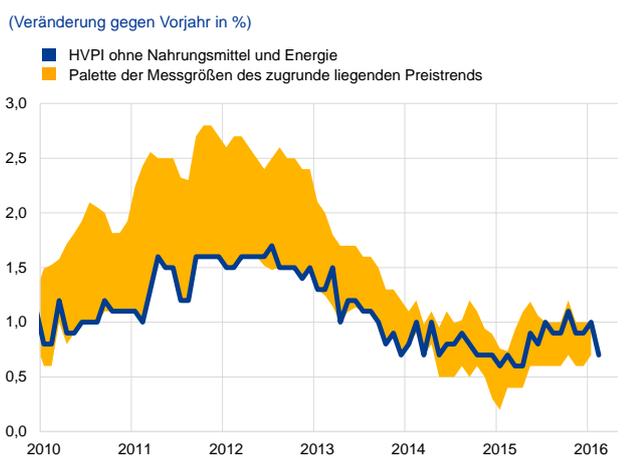
Das Profil der Gesamteinflation wird nach wie vor von der Entwicklung der Energiepreise geprägt.

Die jährliche Steigerungsrate der im HVPI erfassten Energiepreise, die im September 2015 auf einen Tiefstand von -8,9 % gefallen war, erhöhte sich im Januar 2016 – im Wesentlichen aufgrund aufwärtsgerichteter Basiseffekte – auf -5,4 %. Der Anstieg der am HVPI gemessenen Gesamteinflation von -0,1 % im September 2015 auf 0,3 % im Januar 2016 war zum Großteil dieser Entwicklung zuzuschreiben. Aufgrund der im Dezember 2015 und Januar 2016 beobachteten neuerlichen Ölverbilligung sank die HVPI-Teuerungsrate für Energie im Februar

jedoch wieder und lag bei -8,0 %; damit war sie für rund die Hälfte des Rückgangs der HVPI-Gesamtinflation verantwortlich (siehe Abbildung 18). Der stärkste Einfluss der Ölpreisentwicklung auf den Preisauftrieb bei Energie zeigt sich anhand der Kraftstoffpreise (siehe Kasten 6).

Der Anstieg der Nahrungsmittelpreise hat sich in den vergangenen Monaten weiter abgeschwächt. Nachdem die jährliche Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln 2015 über weite Strecken einem Aufwärtstrend gefolgt war, begann sie im dritten Quartal zu sinken und verringerte sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Zeitraum von Oktober 2015 bis Februar 2016 von 1,6 % auf 0,7 %. Dieser Rückgang war fast vollständig den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel zuzuschreiben, da der durch den ungewöhnlich heißen Sommer bedingte Aufwärtsdruck auf die Gemüse- und Nahrungsmittelpreise nachließ. Im Gegensatz dazu hat sich der Preisauftrieb bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln im selben Zeitraum weiter beschleunigt. Unter dem Strich ist die Teuerung bei den Nahrungsmitteln historisch gesehen immer noch vergleichsweise niedrig.¹

Abbildung 19
Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Palette der Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), den Median des HVPI und die auf einem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016 (HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie, Vorausschätzung) bzw. auf Januar 2016 (alle übrigen Messgrößen).

Die Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends lassen keine deutliche Aufwärtstendenz erkennen.

Nach einem Anstieg in der ersten Jahreshälfte 2015 schwankte die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel von Juli 2015 bis Januar 2016 zwischen 0,9 % und 1,1 % und entwickelte sich damit sehr viel stabiler als die Gesamtinflation (siehe Kasten 7). Andere Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends blieben ebenfalls verhältnismäßig robust (siehe Abbildung 19). Im Februar sank die Vorjahrsrate der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf 0,7 % und damit auf ihren tiefsten Stand seit April 2015. Dieser Rückgang resultierte aus einem geringeren jährlichen Preisanstieg sowohl bei Dienstleistungen (1,0 % nach 1,2 % im Januar) als auch bei Industrieerzeugnissen ohne Energie (0,3 % nach 0,7 % im Januar). Bei der Interpretation der aktuellen Daten für die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel

sollte berücksichtigt werden, dass die Jahresänderungsraten der Preise für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie im monatlichen Vergleich stark schwanken können. So kann diese Volatilität etwa darauf zurückzuführen sein, dass Saisonschlussverkäufe bei Bekleidung und Schuhen zu unterschiedlichen Zeitpunkten und in einem unterschiedlichen Umfang stattfinden oder sich Kalendereffekte im Zusammenhang mit dem Reiseverkehr ergeben. Für die Entwicklung des zugrunde liegenden Preistrends sind jedoch möglicherweise auch andere, fundamentalere Faktoren von Bedeutung, wie beispielsweise die indirekten abwärtsgerichteten Auswirkungen der neuerlichen Ölverbilligung (vor allem auf

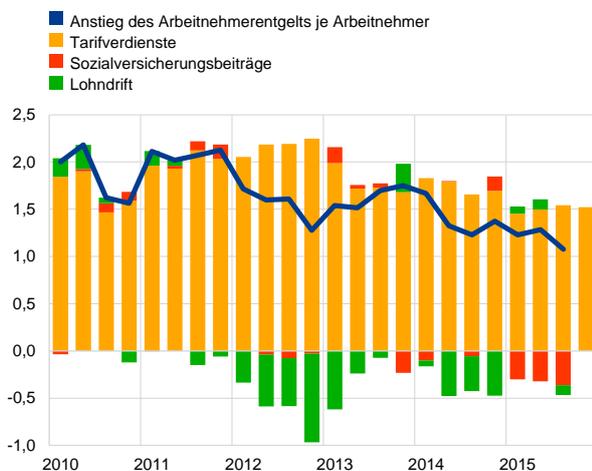
¹ Eine ausführlichere Erörterung findet sich in: EZB, Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

die Preise für Verkehrsdienstleistungen). Zudem könnte der jüngste Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses darauf schließen lassen, dass der aufgrund der früheren Abwertung erwartete Preisauftrieb – vor allem bei Gebrauchsgütern – nicht in vollem Umfang zum Tragen kommt.

Die Einfuhrpreise haben sich in letzter Zeit weniger stark erhöht, sind aber weiterhin die Hauptursache für den Aufwärtsdruck auf die Preise. Im Jahr 2015 zogen die Importpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und Energie deutlich an; die entsprechende Rate erreichte im April mit 5,6 % ihr Jahresrekordniveau. Aufgrund des jüngsten Anstiegs des effektiven Euro-Wechselkurses und infolge des durch die niedrigeren Ölpreise bedingten weltweiten Disinflationsdrucks fiel sie bis Januar 2016 wieder auf 1,6 %. Dennoch bestimmte der Anstieg der Importpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und Energie nach wie vor maßgeblich den Inflationsdruck, da der binnenwirtschaftliche Preisdruck generell verhaltener ausfiel. So blieb die Steigerungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel bis Januar 2016 mit 0,2 % sechs Monate in Folge stabil. Auch die Umfragedaten zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen für den Zeitraum bis Februar 2016 deuten darauf hin, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck auf der Erzeugerebene verhalten geblieben ist.

Abbildung 20
Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015 (Tarifverdienste) bzw. das dritte Quartal 2015 (alle übrigen Indikatoren).

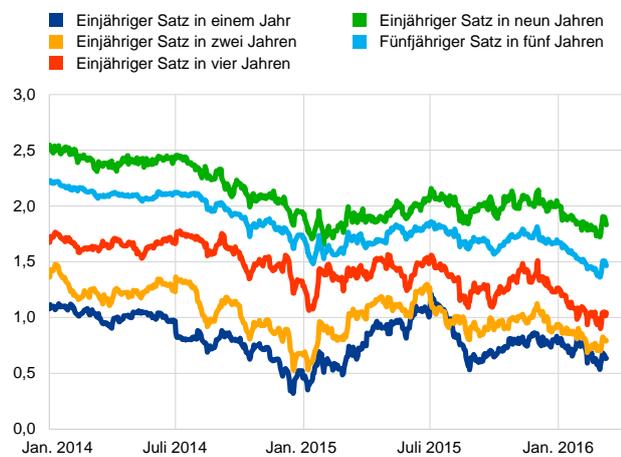
Das Lohnwachstum entwickelt sich nach wie vor gedämpft. Mit einem Jahresdurchschnitt von 1,2 % fiel der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in den ersten drei Quartalen 2015 niedriger aus als im Jahr 2014 (1,4 %). Ursächlich hierfür waren ein geringerer Zuwachs der Tarifverdienste (1,5 % im Jahr 2015 gegenüber 1,7 % im Jahr 2014) sowie ein Rückgang der Sozialversicherungsbeiträge, der in erster Linie auf länderspezifische Faktoren zurückzuführen war (siehe Abbildung 20). Der Lohnzuwachs wird vermutlich durch eine Reihe von Faktoren gebremst, unter anderem durch die nach wie vor hohe Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die niedrige Inflation und die nach wie vor spürbaren Auswirkungen der in zahlreichen Euro-Ländern in den letzten Jahren durchgeführten Arbeitsmarktreformen. Das schwache Lohnwachstum spiegelt auch den verhältnismäßig geringen Anstieg der Produktivität wider; dieser ist teilweise dadurch zu erklären, dass sich der jüngst zu

verzeichnende kräftige Beschäftigungszuwachs weitgehend im Dienstleistungssektor vollzog, der durch relativ geringe Produktivitäts- und Lohnsteigerungen gekennzeichnet war.

Die marktbasieren Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen sind seit Mitte Januar angesichts eines turbulenten Marktumfelds zurückgegangen, während sich die umfragebasierten Messgrößen weiterhin stabiler entwickelt haben. Die kurz- bis langfristigen marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen bewegen sich nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau; die fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren sank im Februar auf ein neues Rekordtief. Diese

Abbildung 21 Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2016.

außergewöhnlich niedrigen Stände spiegeln zum Teil die verhältnismäßig geringe Bereitschaft des Marktes wider, inflationsgekoppelte Finanzinstrumente zu halten. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer einen baldigen Inflationsanstieg für sehr unwahrscheinlich halten. Gleichwohl könnten die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen vor dem Hintergrund eines durch neuerliche Turbulenzen und eine Flucht in liquide Anlagen geprägten Marktumfelds derzeit leicht verzerrt sein. So sank der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren vom 18. Januar 2016 bis zum 9. März 2016 von 1,58 % auf 1,46 % (siehe Abbildung 21). Trotz der derzeit niedrigen Teuerung und sinkender marktbasierter Inflationsindikatoren preiste der Markt das Deflationsrisiko weiterhin nur in sehr geringem Maße ein. Im Gegensatz zu den marktbasierenden Messgrößen erwiesen sich die umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen, wie sie beispielsweise

im Survey of Professional Forecasters (SFP) der EZB und in den Umfragen von Consensus Economics ermittelt werden, als stabiler und robuster gegenüber der Abwärtskorrektur der kürzerfristigen Erwartungen. Aus dem aktuellen SFP ergibt sich eine durchschnittliche Punktprognose für die Teuerung in fünf Jahren von 1,8 %.

Mit Blick auf die Zukunft wird die HVPI-Inflation für das Eurogebiet den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2016 auf einem niedrigen Niveau bleiben, in den Jahren 2017 und 2018 jedoch wieder zunehmen. Auf Grundlage der bis Mitte März verfügbaren Daten gehen die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016 davon aus, dass die am HVPI gemessene Teuerung in diesem Jahr mit 0,1 % auf einem sehr niedrigen Stand bleiben und in den Jahren 2017 und 2018 auf 1,3 % bzw. 1,6 % steigen wird (siehe Abbildung 17).² Der Preisauftrieb bei Energie dürfte das Profil der HVPI-Inflation im gesamten Projektionszeitraum wesentlich beeinflussen. Den Prognosen zufolge ist für 2016 weiterhin von einem negativen Beitrag der Energiepreise auszugehen, der sich jedoch im Jahr 2017 aufgrund eines (an den Ölterminkursen ablesbaren) Preisanstiegs bei Öl und kräftigen aufwärtsgerichteten Basiseffekten ins Positive kehren dürfte. Der zugrunde liegende Preistrend, der beispielsweise an der Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie gemessen wird, dürfte in den kommenden Jahren allmählich anziehen, wenn sich die Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die abklingende wirtschaftliche Unterauslastung in höheren Löhnen und Gewinnmargen niederschlagen. Gestützt wird diese Entwicklung durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB und das weiterhin spürbare Durchwirken des wiederholten Rückgangs des effektiven Euro-Wechselkurses in der Vergangenheit. Die Abwärtskorrektur der Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 ist im Wesentlichen auf den geringeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen.

² Siehe EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016, veröffentlicht am 10. März 2016 auf der Website der EZB.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

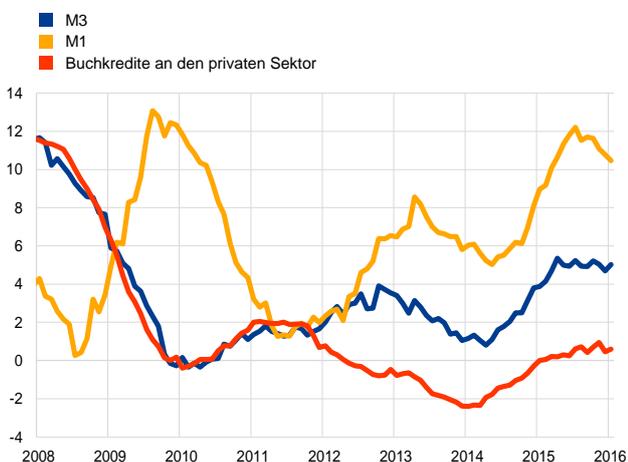
Während das Geldmengenwachstum solide geblieben ist, erholt sich die Kreditdynamik nur zögerlich. Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung bleiben die Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge. Die niedrigen Zinsen sowie der Effekt der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB haben zu einer Verbesserung der Geldmengen- und Kreditentwicklung beigetragen. Die Refinanzierungskosten der Banken haben sich in der Nähe ihrer historischen Tiefstände eingependelt. Ihre günstigen Refinanzierungsbedingungen geben die Banken in Form von niedrigeren Kreditzinsen weiter, wobei jedoch erhebliche nationale Unterschiede bestehen. Die verbesserten Kreditbedingungen haben weiterhin dazu beigetragen, dass sich das Kreditwachstum erholt. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stiegen Schätzungen zufolge im vierten Quartal 2015 insgesamt wieder an, nachdem sie sich in den vorangegangenen beiden Quartalen stabilisiert hatten.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 ist auf einem soliden Niveau geblieben. Die jährliche Wachstumsrate von M3 zeigte sich im Januar 2016 mit 5,0 % anhaltend robust und war gegenüber dem vierten Quartal 2015 unverändert geblieben (siehe Abbildung 22). Getragen wurde das Geldmengenwachstum erneut durch die liquidesten Komponenten des weit gefassten Geldmengenaggregats M3. Obgleich die Jahreswachstumsrate von M1 im Januar 2016 zurückging, hielt sie sich auf einem hohen Niveau. Insgesamt legen die jüngsten Entwicklungen der eng gefassten Geldmenge den Schluss nahe, dass sich das Euro-Währungsgebiet weiter auf einem Pfad der wirtschaftlichen Erholung befindet.

Die täglich fälligen Einlagen, die einen erheblichen Teil der Geldmenge M1 ausmachen, gaben dem M3-Wachstum weiterhin Auftrieb (siehe Abbildung 23). Das sehr niedrige Zinsniveau stellt einen Anreiz zur Haltung der liquidesten

Abbildung 22
Geldmenge M3 und M1 sowie Buchkredite an den privaten Sektor

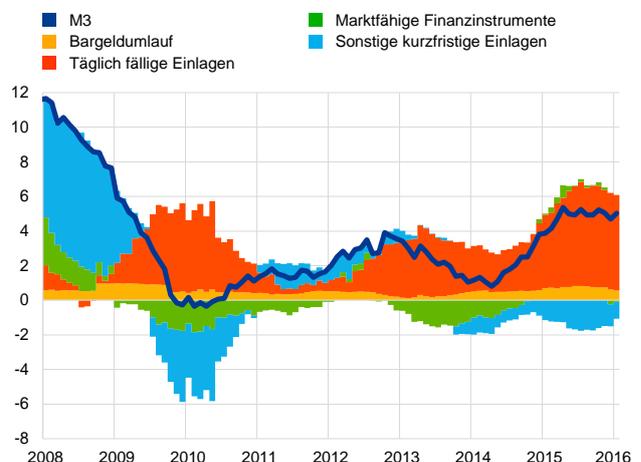
(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016.

Abbildung 23
M3 und Hauptkomponenten von M3

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



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016.

M3-Komponenten dar. Hierin spiegeln sich auch Mittelzuflüsse im Zusammenhang mit dem Verkauf von Anleihen des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities durch den geldhaltenden Sektor im Kontext des erweiterten APP wider. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) waren hingegen weiter rückläufig, wenn auch nicht mehr so stark wie in den Vormonaten. Die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb von M3 haben, war um die Jahreswende trotz der seit Mitte 2014 zu beobachtenden Erholung bei den Geldmarktfondsanteilen negativ.

Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung waren erneut die Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge. Dies lässt sich zum Teil durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB erklären. Aufseiten der Gegenposten waren im Januar 2016 die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) getätigten Anleihekäufe durch das Eurosystem und der Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten die wichtigsten Geldschöpfungsquellen. Ein erheblicher Anteil dieser Vermögenswerte wurde den MFIs (ohne Eurosystem) abgekauft. Die Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) lag im Januar 2016 mit -6,9 % auf weitgehend ähnlichem Niveau wie im Schlussquartal 2015 und somit nach wie vor tief im negativen Bereich. Darin spiegelt sich der flache Verlauf der Zinsstrukturkurve wider, der mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB zusammenhängt und bei den Anlegern den Anreiz vermindert hat, längerfristige Bankaktiva zu halten. Die Attraktivität der GLRGs als Alternative zur längerfristigen marktbasierter Bankfinanzierung ist ein zusätzlicher Erklärungsfaktor. Darüber hinaus wurde die Geldschöpfung nach wie vor durch MFI-Kredite an den privaten Sektor im Euroraum gestützt. Von den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Eurogebiets ging weiterhin ein dämpfender Einfluss auf das jährliche M3-Wachstum aus. Darin schlugen sich Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet und die anhaltenden Portfoliumschichtungen zugunsten gebietsfremder Instrumente (speziell der Verkauf von Staatsanleihen des Euroraums durch Gebietsfremde im Kontext des PSPP) nieder.

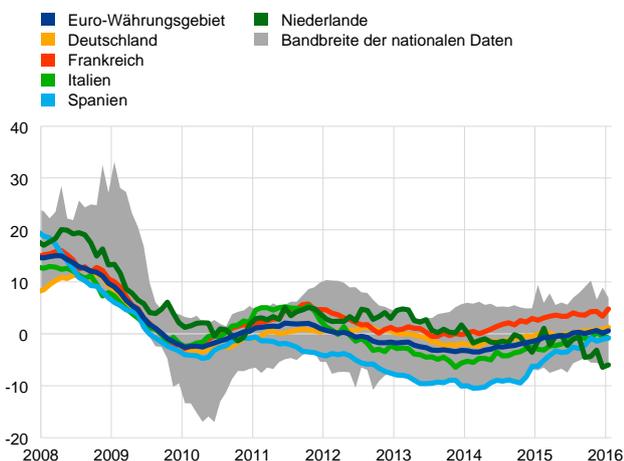
Die Dynamik der Buchkreditvergabe erholte sich zwar allmählich, war aber nach wie vor schwach.¹ Die jährliche Wachstumsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor war im vierten Quartal 2015 und im Januar 2016 weitgehend stabil (siehe Abbildung 22). Obgleich die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen binnen Jahresfrist nach wie vor nur verhalten angestiegen sind (siehe Abbildung 24), hat sich die Vorjahrsrate gegenüber ihrem Tiefstand im ersten Quartal 2014 deutlich erholt. Diese Verbesserung war vor allem den größten Ländern gemein, wobei die Kreditwachstumsraten in einigen Staaten noch ein negatives Vorzeichen trugen. Auch die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte zog im Schlussquartal 2015 sowie im Januar 2016 leicht an (siehe Abbildung 25). Unterstützt wurde diese Tendenz durch die seit dem Sommer 2014 im gesamten Euroraum (vor allem wegen der geldpolitischen

¹ Am 21. September 2015 veröffentlichte die EZB neue, auf einer verbesserten Bereinigungsmethode beruhende Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Neue Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten an den privaten Sektor, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

Abbildung 24

MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

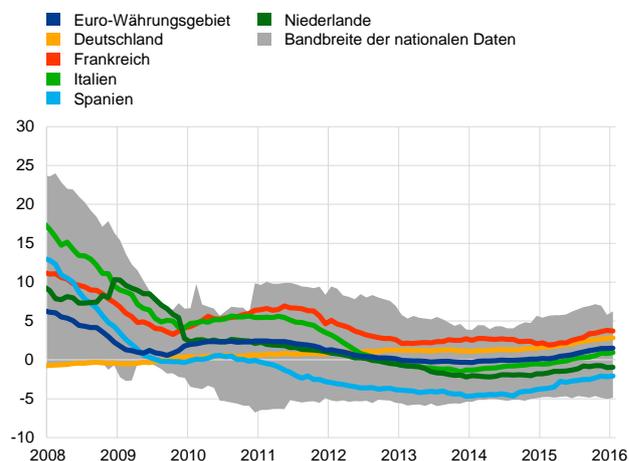


Quelle: EZB.
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016.

Abbildung 25

MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016.

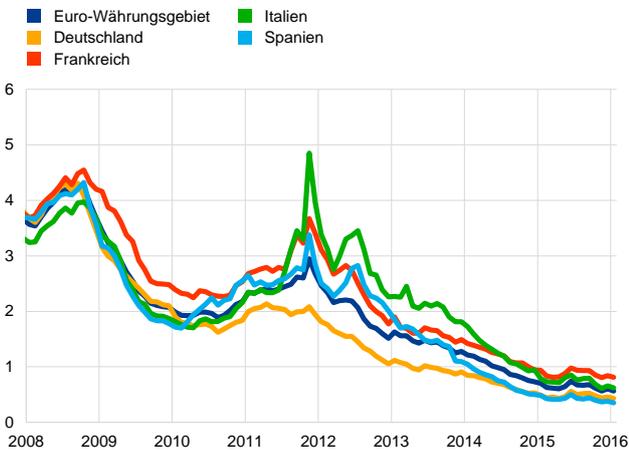
Sondermaßnahmen der EZB) deutlich gesunkenen Bankkreditzinsen sowie durch die günstigere Angebots- und Nachfrageentwicklung bei Bankdarlehen. Das Kreditwachstum wird allerdings noch immer durch die fortdauernde Konsolidierung der Bankbilanzen und das in einigen Ländern anhaltend hohe Niveau an notleidenden Krediten gehemmt.

Veränderungen bei den Kreditrichtlinien wie auch der Kreditnachfrage stützten weiterhin die Kreditdynamik. Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2016 geht hervor, dass das niedrige allgemeine Zinsniveau, ein höherer Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sowie die Aussichten auf den Wohnimmobilienmärkten wichtige Faktoren für die anziehende Kreditnachfrage waren (siehe www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html). Dabei hatte das APP per saldo eine lockernde Wirkung auf die Kreditvergaberichtlinien und insbesondere auf die Kreditbedingungen. Die Banken berichteten zudem, dass die zusätzliche Liquidität aus dem APP und den GLRGs dazu verwendet wurde, Kredite auszureichen und andere Finanzierungsquellen abzulösen. Trotz dieser positiven Trends blieb die Kreditdynamik schwach und spiegelte weiterhin Faktoren wie die verhaltene Konjunkturerwicklung und die Konsolidierung der Bankbilanzen wider. Hinzu kommt, dass die Kreditversorgung in einigen Teilen des Euro-Währungsgebiets noch immer durch restriktive Vergabebedingungen behindert wird.

Die Finanzierungskosten der Banken sind trotz der Anfang 2016 erfolgten Neubewertung an den Anleihemärkten auf einem historisch niedrigen Niveau geblieben. Vor dem Hintergrund von Nettotilgungen längerfristiger finanzieller MFI-Verbindlichkeiten ist der Indikator der Finanzierungskosten der Banken seit

Abbildung 26 Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

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



Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016.

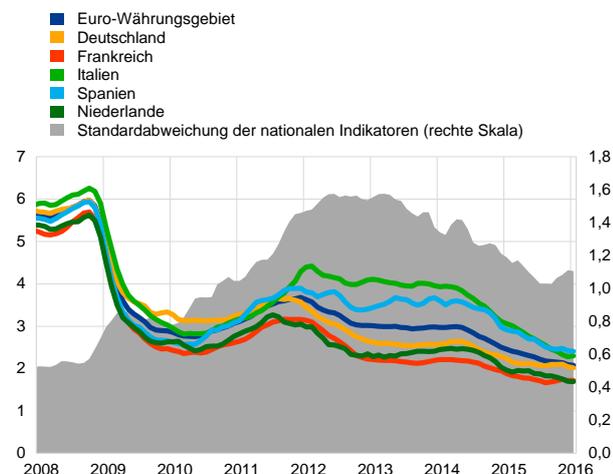
einigen Jahren rückläufig (siehe Abbildung 26). Die akkommodierende Geldpolitik der EZB, eine Stärkung der Bilanzen und die rückläufige Fragmentierung der Finanzmärkte haben allgemein zu diesem Rückgang beigetragen. Unterdessen hat die Januar-Umfrage zur Kreditvergabe im Euro-Währungsgebiet mit Blick auf den Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln auch zutage gefördert, dass mit Ausnahme der Verbriefungen im vierten Quartal 2015 keine weiteren Verbesserungen bei den anderen wesentlichen Finanzierungsinstrumenten zu vermelden waren.

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte zeigten sich im Januar 2016 weitgehend stabil, nachdem sie über die letzten vier Jahre insgesamt merklich zurückgegangen waren (siehe Abbildung 27 und 28). Ungeachtet der jüngsten Anzeichen für eine Stabilisierung haben die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte seit Juni 2014 deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. Diese Entwicklung hängt auch mit der rückläufigen

Fragmentierung der Finanzmärkte im Eurogebiet sowie mit dem besseren Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen der Banken zusammen. Darüber hinaus haben die niedrigeren Finanzierungskosten der Banken den Rückgang der gewichteten Kreditzinsen befördert. Seit der Ankündigung des

Abbildung 27 Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

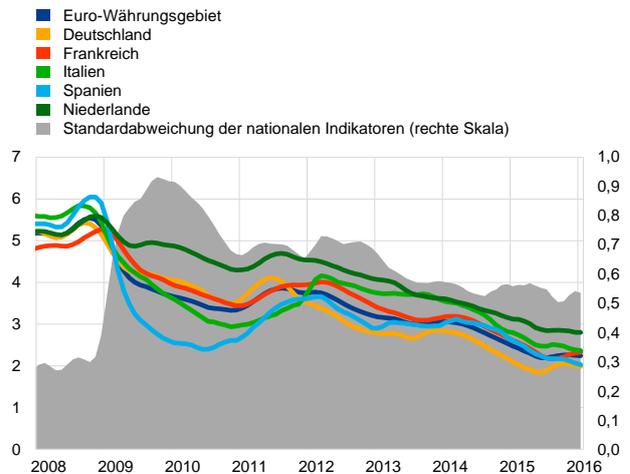
(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Der Indikator der gesamten Bankkreditkosten 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 Januar 2016.

Abbildung 28 Gewichtete Zinsen für Wohnungsbaukredite

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Der Indikator der gesamten Bankkreditkosten 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 Januar 2016.

Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe durch die EZB im Juni 2014 geben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten im Wege niedrigerer Kreditzinsen an die Kunden weiter. In der Zeit von Mai 2014 bis Januar 2016 fiel der gewichtete Kreditzins für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum um mehr als 80 Basispunkte auf 2,09 %. Der gewichtete Kreditzins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gab im selben Zeitraum um mehr als 60 Basispunkte nach und lag im Januar 2016 bei 2,23 %. Zudem ist der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und jenen für große Kredite (mehr als 1 Mio €) im Euro-Währungsgebiet seit dem Beginn der Kreditlockerung rückläufig. Insgesamt ist dies ein Hinweis darauf, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von der jüngsten Entwicklung der Kreditzinsen profitieren als große Unternehmen.

Das APP und das erwähnte Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe haben zu einer deutlichen Angleichung der Kreditkosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (gemessen an der Standardabweichung) in den verschiedenen Euro-Ländern beigetragen. In den finanziell anfälligen Euro-Ländern haben sich die Bankkreditzinsen besonders stark verringert. Trotz ermutigender angebotsseitiger Verbesserungen auf Ebene des Eurogebiets weisen die Kreditrichtlinien jedoch nach wie vor eine merkliche nationale und sektorale Heterogenität auf.

Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an gebietsansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheinen im vierten Quartal 2015 insgesamt wieder zugenommen zu haben, nachdem sie sich in den vorangegangenen beiden Quartalen stabilisiert hatten. Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bewegt sich nun auf einem ähnlichen Niveau wie im Herbst 2011 (als der höchste Wert seit der Krise verzeichnet wurde) und Ende 2004 (bevor die Phase übermäßigen Kreditwachstums einsetzte). Gestützt wurde die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Außenfinanzierung von der konjunkturellen Belebung, einem weiteren Rückgang der Kosten für Bankkredite, der Lockerung der Kreditrichtlinien sowie von den nach wie vor sehr niedrigen Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung. Unterdessen weiteten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Bargeldhaltung im Schlussquartal 2015 abermals aus und sorgten damit für einen neuen historischen Höchststand – eine Entwicklung, die mit den geringen Opportunitätskosten und der größeren Unsicherheit an den Finanzmärkten zusammenhing.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sank im Januar 2016 in den negativen Bereich. Ausgelöst wurde diese Kontraktion vermutlich durch die hohe Marktvolatilität sowie die den Aufschub geplanter Emissionen. Die Jahreswachstumsrate der einbehaltenen Gewinne war im dritten Quartal des vergangenen Jahres zweistellig. Es ist stark davon auszugehen, dass dieses anhaltend kräftige Wachstum der einbehaltenen Gewinne in den vergangenen Monaten auch die Nettoemissionen gebremst hat. Die Begebung von Schuldverschreibungen war seit Mai 2015 deutlich schwächer als in den ersten Monaten des letzten Jahres, als die Emissionstätigkeit durch die Ankündigung und Durchführung des APP befördert worden war. Die Nettoemission

börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb ab Mitte 2015 ebenfalls verhalten.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum haben sich seit Dezember 2015 moderat erhöht, nachdem sie im November auf ein historisches Tief gesunken waren.

Dieser Trend spiegelt vornehmlich die höheren Eigenkapitalkosten wider, die sich durch den Rückgang der Aktienkurse im Zusammenhang mit der Abwärtskorrektur des globalen Wachstumsausblicks und der Ertragsperspektiven der Unternehmen ergeben hatten. Zugleich sind die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung nur geringfügig angestiegen.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte während des Projektionszeitraums weitgehend unverändert bleiben, da die leicht expansive Ausrichtung der Finanzpolitik den defizitmindernden Effekt der Konjunkturaufhellung und der sinkenden Zinsausgaben aufzehren dürfte. Auch wenn der gegenwärtige finanzpolitische Kurs auf Ebene des Euroraums insgesamt als angemessen bezeichnet werden kann, gibt die Finanzpolitik mehrerer Mitgliedstaaten Anlass zu der Sorge, dass die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) nicht eingehalten werden. Insbesondere in hoch verschuldeten Staaten bedarf es zusätzlicher Konsolidierungsanstrengungen, um die öffentliche Schuldenquote nachhaltig zu senken und auf diese Weise die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks zu stärken.

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte während des Projektionszeitraums weitgehend unverändert bleiben, womit der seit 2011 beobachtete Abwärtstrend vorerst zum Stillstand käme. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016¹ zufolge wird die Defizitquote im Euroraum bis 2017 unverändert bei 2,1 % liegen und im Folgejahr geringfügig um 0,1 Prozentpunkte zurückgehen (siehe Tabelle 1). Damit haben sich die Haushaltsaussichten im Projektionszeitraum gegenüber den Projektionen vom Dezember 2015 leicht eingetrübt. Zurückzuführen ist dies unter anderem auf statistische Überhangseffekte nach der Abwärtskorrektur des nominalen BIP des Jahres 2015 und auf eine etwas expansivere Finanzpolitik.

Für den Projektionszeitraum wird mit einem leicht gelockerten finanzpolitischen Kurs² auf Euroraumebene gerechnet, der mit Blick auf die immer noch fragile konjunkturelle Erholung als insgesamt angemessen bezeichnet werden kann. Die expansivere Ausrichtung ist hauptsächlich auf diskretionäre Steuersenkungen sowie Mehrausgaben im Zusammenhang mit der Flüchtlingszuwanderung zurückzuführen, die den günstigen Beitrag der Konjunkturkomponente sowie den positiven Effekt der geringeren Zinsausgaben auf das nominale Haushaltsdefizit vollständig aufzehren dürften. In Deutschland, Italien und den Niederlanden dürfte der Kurs besonders stark gelockert werden, während für Irland und Zypern mit weiteren Konsolidierungsanstrengungen gerechnet wird.

Die hohe gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum wird nur schrittweise sinken. Ausgehend von ihrem Spitzenwert von 92,1 % im Jahr 2014 wird sie den Projektionen zufolge bis Ende 2018 langsam auf 89,2 % zurückgehen. Unterstützt werden dürfte diese Schuldensenkung, die im Übrigen geringer ausfällt als in den Projektionen vom Dezember 2015, durch eine vorteilhafte Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials aufgrund der erwarteten Konjunkturerholung und der Annahme niedriger Zinssätze. Darüber hinaus werden auch leichte Primärüberschüsse und negative Deficit-Debt-Adjustments – in welchen sich

¹ Siehe „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016“ (www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.de.pdf).

² Gemessen anhand der Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos, d. h. des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung temporärer Maßnahmen wie staatlicher Finanzhilfen für den Finanzsektor.

unter anderem Privatisierungserlöse widerspiegeln – zur Verbesserung der voraussichtlichen Schuldenentwicklung beitragen. In einigen Ländern jedoch dürfte der (am BIP gemessene) öffentliche Schuldenstand im Verlauf des Projektionszeitraums weiter ansteigen. Im Jahr 2018 wird noch der weitaus größte Teil der Euro-Länder eine Schuldenquote deutlich oberhalb des Referenzwerts von 60 % aufweisen.

Tabelle 1

Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| a. Einnahmen insgesamt | 46,6 | 46,8 | 46,6 | 46,3 | 46,0 | 45,9 |
| b. Ausgaben insgesamt | 49,6 | 49,4 | 48,7 | 48,5 | 48,1 | 47,9 |
| <i>Darunter:</i> | | | | | | |
| c. Zinsausgaben | 2,8 | 2,7 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| d. Primärausgaben (b - c) | 46,8 | 46,7 | 46,3 | 46,2 | 46,0 | 45,8 |
| Finanzierungssaldo (a - b) | -3,0 | -2,6 | -2,1 | -2,1 | -2,1 | -2,0 |
| Primärsaldo (a - d) | -0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo | -2,3 | -1,9 | -1,8 | -2,1 | -2,2 | -2,1 |
| Struktureller Finanzierungssaldo | -2,2 | -1,8 | -1,7 | -2,1 | -2,2 | -2,1 |
| Bruttoverschuldung | 91,1 | 92,1 | 91,1 | 90,8 | 90,0 | 89,2 |
| Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %) | -0,2 | 0,9 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 1,8 |

Quellen: Eurostat, EZB und von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Zur nachhaltigen Senkung der gesamtstaatlichen Schuldenquote sind weitere Konsolidierungsanstrengungen erforderlich. Aufgrund der immer noch engen Verflechtung zwischen Staaten und Finanzinstituten sind hoch verschuldete Länder besonders anfällig gegenüber einer etwaigen neuerlichen Instabilität an den Finanzmärkten. Ferner verfügen sie nur über begrenzte Kapazitäten zur Abfederung möglicher negativer Schocks. In ihrem kürzlich veröffentlichten Tragfähigkeitsbericht für 2015³ zeigt die Europäische Kommission auf, dass in acht Ländern des Euroraums – Belgien, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Portugal, Slowenien und Finnland – auf mittlere Sicht hohe Tragfähigkeitsrisiken für die Staatsfinanzen bestehen, die in erster Linie auf einen erhöhten Schuldenstand bzw. umfangreiche implizite Verbindlichkeiten zurückgehen. Der Bericht legt dar, dass die Bewältigung der identifizierten Risiken nur durch eine vollständige Umsetzung der gemäß SWP erforderlichen Anpassungen möglich ist. Vor diesem Hintergrund wurde in den Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rates vom 8. März 2016⁴ betont, dass die Mitgliedstaaten für tragfähige Haushaltspositionen sorgen und die finanzpolitischen Regeln der EU einhalten müssen. Darüber hinaus täten die Staaten gut daran, die unerwarteten Einsparungen infolge des gegenwärtigen Niedrigzinsumfelds für den Aufbau von Finanzpolstern und die Stärkung ihrer Widerstandsfähigkeit gegenüber künftigen Schocks zu nutzen.

³ Siehe Europäische Kommission, Fiscal Sustainability Report 2015 (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf).

⁴ Siehe www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_de_635930547000000000.pdf

Um auf mittlere Sicht das Wirtschaftswachstum wirksamer und dauerhafter zu fördern, sollten die Länder zielgerichtete öffentliche Investitionen tätigen, ohne dabei den verfügbaren Haushaltsspielraum aus dem Blick zu verlieren.

Auch wenn sich die gesamtwirtschaftlichen Effekte staatlicher Investitionen nur schwer exakt quantifizieren lassen, dürfte von ihnen doch eine positive Nachfragerwirkung ausgehen. Aufgrund der Erhöhung des öffentlichen Kapitalstocks kann ferner davon ausgegangen werden, dass sie das Potenzialwachstum der Volkswirtschaften steigern (siehe hierzu den Aufsatz „Öffentliche Investitionen in Europa“ in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts).

Während der gegenwärtige finanzpolitische Kurs im Euroraum als angemessen eingestuft werden kann, zeigt sich auf einzelstaatlicher Ebene ein sehr uneinheitliches Bild; einige Länder, die über keinerlei Haushaltsspielraum verfügen, laufen sogar zunehmend Gefahr, gegen die Vorgaben des SWP zu verstoßen.

Die Regierungen müssen ihren finanzpolitischen Kurs so genau kalibrieren, dass sie – bei vollständiger Einhaltung des SWP – ihre hohen Schuldenstände senken, ohne dabei die Konjunkturerholung zu beeinträchtigen. Zu begrüßen ist, dass Länder, die über einen Haushaltsspielraum verfügen – wie etwa Deutschland, das umfangreiche Mehrbelastungen im Zusammenhang mit der Zuwanderung von Flüchtlingen zu bewältigen hat –, diesen auch nutzen. Andere Länder wiederum, deren Haushalte keinen Spielraum aufweisen, sollten mit der Umsetzung der für eine vollständige Befolgung des SWP erforderlichen Maßnahmen fortfahren, um so ihre Schuldentragfähigkeitsrisiken zu beseitigen und ihre Widerstandskraft gegenüber zukünftigen Schocks zu erhöhen. In ihrer Erklärung vom 7. März 2016 bekräftigte die Euro-Gruppe,⁵ dass bei einigen Länderhaushalten 2016 die erhöhte Gefahr einer Nichteinhaltung des SWP bestehe und dass auf die bisherigen Zusicherungen noch keine konkreten Maßnahmen gefolgt seien. Im Vergleich zur Prüfung der Übersichten über die Haushaltsplanungen vom November 2015 ist die Zahl der Länder, für die das Risiko einer Nichteinhaltung des SWP festgestellt wurde, weiter gestiegen. Beschränkte sich diese Einstufung im November noch auf vier Euro-Länder (Italien, Spanien, Österreich, Litauen), so sind nun noch Portugal – vor dem Hintergrund der neuen Haushaltsplanung des Landes – sowie Belgien und Slowenien – jeweils infolge einer nunmehr ungünstigeren Risikobeurteilung – hinzugekommen. Darüber hinaus besteht bei sechs Ländern (Frankreich, Niederlande, Lettland, Malta, Finnland, Irland) zumindest eine gewisse Gefahr, dass gegen die Bestimmungen des SWP verstoßen wird. Zwar dürfte Frankreich sein Defizitziel 2015 und 2016 erreichen, doch liegt die strukturelle Verbesserung im Konsolidierungszeitraum bis 2017 (Korrekturfrist im Defizitverfahren) deutlich unter den Vorgaben, was die fristgerechte Beseitigung des übermäßigen Defizits gefährdet. Bei den Niederlanden wird davon ausgegangen, dass die Ausgabenregel eingehalten wird. Das strukturelle Defizit hingegen dürfte im Zeitraum 2015-2016 deutlich ansteigen, sodass das mittelfristige Haushaltsziel um 1,1 Prozentpunkte verfehlt würde.⁶ Insgesamt kommt es entscheidend darauf an, dass die im verstärkten fiskalischen Regelwerk vorgesehenen Frühwarn- und Korrekturinstrumente vollständig und konsequent

⁵ Siehe www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_635929785000000000.pdf

⁶ Vier Ländern (Deutschland, Estland, Luxemburg, Slowakei) bescheinigte die Kommission, dass ihre Haushalte 2016 den Anforderungen des SWP vollauf genügen.

angewandt werden.

Nachfolgend wird ein kurzer Überblick über die Lage in den sieben Staaten des Euroraums gegeben, bei denen die Gefahr einer Nichterfüllung des SWP besteht. Dabei liegt der Schwerpunkt auf dem erwarteten Finanzierungssaldo, den seit November 2015 ergriffenen Folgemaßnahmen und der gegebenenfalls zugesagten Verringerung der Konsolidierungslücken gemäß der Erklärung der Euro-Gruppe vom März.

Was die der korrektiven Komponente des SWP unterliegenden Staaten betrifft, so forderte die Euro-Gruppe Spanien erneut auf, zusätzliche Maßnahmen zur Beseitigung des übermäßigen Defizits im laufenden Jahr zu ergreifen, da das Land seit November keine nennenswerten Schritte unternommen hatte. Der Winterprognose der Kommission zufolge wird Spanien seine Verpflichtungen gemäß Defizitverfahren nicht erfüllen. So dürfte das Haushaltsdefizit 2016 den vorgeschriebenen Zielwert um 0,8 % des BIP verfehlen. Die strukturelle Anpassung im relevanten Zeitraum 2013-2016 wird schätzungsweise sehr deutlich vom erforderlichen Ausmaß abweichen. In diesem Zusammenhang richtete die Kommission am 9. März 2016 eine eigenständige Empfehlung an das Land, in der sie ankündigte, im Frühjahr nach Veröffentlichung der von Eurostat validierten Daten im April eine Verschärfung des Defizitverfahrens zu prüfen.

Portugal hat sein übermäßiges Defizit offenbar nicht fristgerecht bis zum Jahr 2015 abgebaut. Der Winterprognose der Kommission zufolge belief sich das Haushaltsdefizit im vergangenen Jahr auf 4,2 % des BIP; hierin spiegelten sich unter anderem umfangreiche Haushaltsbelastungen im Zusammenhang mit der Abwicklung einer Bank wider. Aufgrund der deutlich unzureichenden strukturellen Anpassung gibt es keine Hinweise darauf, dass wirksame Maßnahmen ergriffen wurden, was die Voraussetzung für eine Fristverlängerung ohne Verfahrensverschärfung wäre. Im Frühjahr wird die Kommission die Haushaltslage anhand der von Eurostat validierten Daten für 2015 erneut beurteilen. Am 5. Februar 2016 gab sie darüber hinaus bekannt, dass die von der portugiesischen Regierung im Januar vorgelegte und am 5. Februar überarbeitete Haushaltsplanung 2016 Gefahr läuft, gegen die Vorgaben des SWP zu verstoßen. Am 11. Februar und 7. März wurde Portugal von der Euro-Gruppe aufgefordert, zusätzliche Maßnahmen auszuarbeiten und erforderlichenfalls umzusetzen, damit die Vereinbarkeit des Haushalts 2016 mit dem SWP sichergestellt ist.

Unter den vom präventiven Teil des SWP betroffenen Ländern wird Italien laut Winterprognose im laufenden Jahr eine Konsolidierungslücke von 0,8 Prozentpunkten des BIP gegenüber dem zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels erforderlichen Anpassungspfad ausweisen. Somit hat sich die Lücke im Vergleich zur Herbstprognose 2015 vergrößert. Hierin spiegeln sich unter anderem die im Haushaltsgesetz für 2016 vorgesehenen Mehrausgaben wider; der angestrebte Defizitwert ist um 0,2 Prozentpunkte auf 2,4 % des BIP gestiegen. Auf Basis der derzeitigen Datenlage besteht in Italien 2016 selbst dann die Gefahr einer erheblichen Abweichung vom SWP, wenn dem Land im Frühjahr zusätzliche Flexibilität zugestanden werden sollte. Ferner dürfte Italien 2015 und 2016 auch die Schuldenregel nicht einhalten. Vor diesem Hintergrund forderte die Euro-Gruppe

das Land erneut auf, durch entsprechende Maßnahmen dafür zu sorgen, dass der Staatshaushalt 2016 den Vorgaben des SWP entspricht. Am 9. März teilte die Kommission der italienischen Regierung ihre Bedenken mit und kündigte an, im Frühjahr zu prüfen, ob auf der Grundlage des Schuldenkriteriums die Eröffnung eines Defizitverfahrens erforderlich ist.

Für Belgien rechnet die Kommission in ihrer Winterprognose ebenfalls damit, dass die Schuldenregel in den Jahren 2015 und 2016 nicht eingehalten wird. Daher drängte die Euro-Gruppe darauf, dass das Land die für eine vollständige Erfüllung der SWP-Vorgaben erforderlichen Strukturmaßnahmen beschließt; auch die Kommission betonte in ihrem an Belgien gerichteten Schreiben vom 9. März zum wiederholten Male diese Notwendigkeit. Im Frühjahr wird sie prüfen, ob gegen Belgien auf Basis des Schuldenkriteriums ein Defizitverfahren eröffnet werden muss.

Bei den übrigen drei Ländern im Geltungsbereich des präventiven Teils des SWP, die der Euro-Gruppe zufolge Gefahr laufen, gegen die einschlägigen Bestimmungen zu verstoßen, handelt es sich um Slowenien, Österreich und Litauen. Laut Winterprognose wurde das übermäßige Defizit Sloweniens im vergangenen Jahr nachhaltig und fristgerecht beseitigt; allerdings dürfte die strukturelle Anpassung im laufenden Jahr hinter den Vorgaben der präventiven Komponente zurückbleiben. In Österreich wird der strukturelle Finanzierungssaldo dieses Jahr um mehr als 0,5 % des BIP vom mittelfristigen Haushaltsziel abweichen. Nach Berücksichtigung der Haushaltsbelastungen im Zusammenhang mit der Flüchtlingskrise könnte diese Abweichung jedoch als nicht erheblich eingestuft werden. Für Litauen wird eine erhebliche Abweichung von den Anforderungen der Ausgabenregel der präventiven Komponente prognostiziert.

Kasten 1

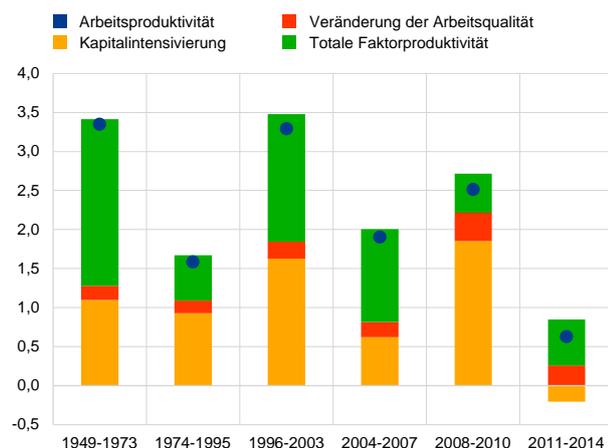
Verringerung des Arbeitsproduktivitätswachstums in den Vereinigten Staaten – stilisierte Fakten und wirtschaftliche Implikationen

Die langfristigen Wachstumsperspektiven der Vereinigten Staaten sind für das Euro-Währungsgebiet von großer Bedeutung, da die US-Wirtschaft eine wichtige Triebfeder der weltwirtschaftlichen Entwicklung darstellt. Einer der wesentlichen Bestimmungsfaktoren der langfristigen Wachstumsaussichten der USA, nämlich die Steigerung der Arbeitsproduktivität, fiel in den vergangenen Jahren unerwartet schwach aus. Eine ähnliche Entwicklung war auch in zahlreichen anderen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten.¹ Um die Wachstumsaussichten der Vereinigten Staaten und damit auch die des Euroraums einschätzen zu können, müssen daher die Gründe für die jüngste Abschwächung ermittelt werden.

Stilisierte Fakten und mögliche Erklärungsansätze

Abbildung A
Zerlegung des Arbeitsproduktivitätswachstums

(Beitrag zur durchschnittlichen prozentualen Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics.
Anmerkung: Die Arbeitsproduktivität wird definiert als Ausbringung je geleisteter Arbeitsstunde.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Unternehmenssektor der Vereinigten Staaten (definiert als Ausbringung je geleisteter Arbeitsstunde) hat in der Vergangenheit stark geschwankt (siehe Abbildung A). So folgte auf einen kräftigen Zuwachs (von 3,3 %) im Zeitraum von 1949 bis 1973 eine deutliche Abschwächung (auf 1,6 %) in den darauffolgenden zwei Jahrzehnten. Der Boom in der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) in den Jahren von 1996 bis 2003 führte zu einer Verdopplung des Arbeitsproduktivitätswachstums und wurde als „Produktivitätswunder“ beschrieben. Als die Erträge des IKT-Booms weitgehend ausgeschöpft waren, verlangsamte sich der Anstieg der Produktivität in den Vorkrisenjahren (2004-2007) auf 1,9 %.

Nach der Großen Rezession kam es zwar im Zeitraum 2008-2010 zu einer konjunkturellen Erholung, das Wachstum der Arbeitsproduktivität entwickelte sich

¹ Siehe OECD, The future of productivity, 2015, und The Conference Board, Productivity Brief 2015, 2015.

im Anschluss jedoch enttäuschend. Seit 2011 betrug es im Schnitt nur 0,5 % pro Jahr, verglichen mit einer langfristigen Zuwachsrate von 2,5 %.

Die Zerlegung² des Arbeitsproduktivitätswachstums in den USA lässt darauf schließen, dass die Abschwächung in erster Linie auf einen niedrigeren Beitrag der Kapitalintensivierung und – in geringerem Umfang – auf eine geringere Zunahme der totalen Faktorproduktivität (TFP) zurückzuführen ist.

Das TFP-Wachstum verlangsamte sich bereits vor der globalen Finanzkrise im Jahr 2008, unter anderem deshalb, weil die von der IKT ausgehenden Wachstumsimpulse auf die totale Faktorproduktivität nachließen.³ Durch die anschließende Rezession verstärkte sich diese Entwicklung allerdings noch. Der Beitrag der Kapitalintensivierung stieg dagegen während der Rezession zunächst an, da sich der drastische Rückgang der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden in einer deutlichen Erhöhung der pro Stunde eingesetzten Menge an Kapital niederschlug. Im Zeitraum von 2011 bis 2014 folgte dann aber eine ausgeprägte Verringerung der Kapitalintensivierung bis hin zu negativen Werten. Die dritte Komponente der Arbeitsproduktivität, die Arbeitsqualität, leistete in den vergangenen Jahren im Vergleich zu früheren Jahrzehnten einen größeren Beitrag – möglicherweise weil Geringqualifizierte am stärksten von der Rezession betroffen waren, sodass sich die Effizienz der verbliebenen Beschäftigten insgesamt erhöhte.

Die Kapitalintensivierung stieg zuletzt so langsam wie seit 60 Jahren nicht mehr, wofür im Wesentlichen eine deutliche Abschwächung und eine anschließend nur verhaltene Erholung der Unternehmensinvestitionen sowie die konjunkturbedingte Zunahme der geleisteten Arbeitsstunden ausschlaggebend waren.

Der Rückgang der Rate der Kapitalakkumulation dürfte weitgehend mit dem verhaltenen Wirtschaftsausblick und der Unsicherheit darüber zusammenhängen, ob das Wachstum dauerhaft auf sein Vorkrisenniveau zurückkehren wird. Ferner könnten zum Teil auch Messfehler (vor allem bei den IKT-Deflatoren) für die schwache Investitionstätigkeit während des jüngsten Aufschwungs verantwortlich sein, wodurch das Wachstum des realen BIP und das der Arbeitsproduktivität möglicherweise unterschätzt wurden.⁴

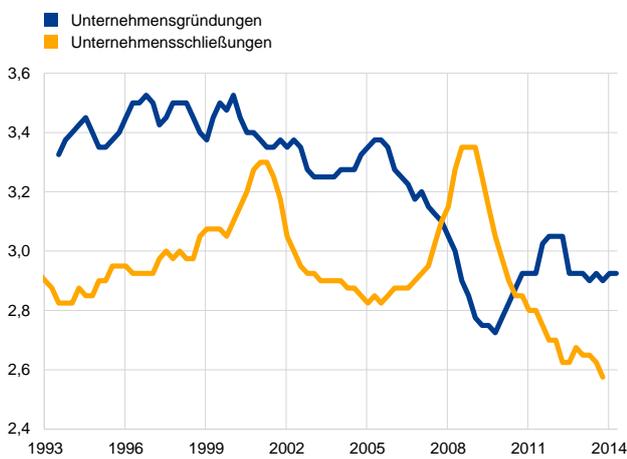
² Gemäß der neoklassischen Wachstumstheorie lässt sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität in die Beiträge der Kapitalintensivierung, der Arbeitsqualität und der totalen Faktorproduktivität zerlegen. Dabei wird Kapitalintensivierung definiert als die vom Bestand an Sachanlagen und geistigen Eigentumsrechten abgeleiteten Leistungen des Faktors Kapital dividiert durch die geleisteten Arbeitsstunden. Die Arbeitsqualität (oder -zusammensetzung) misst, wie sich Veränderungen in der Alters-, Bildungs- und Geschlechtsstruktur der Erwerbstätigen auf die Effizienz je geleisteter Arbeitsstunde auswirken. Das TFP-Wachstum wird als Solow-Residuum gemessen und bildet den Effizienzgewinn ab (insbesondere die Zunahme der Effizienz und Intensität der in der Produktion eingesetzten Vorleistungsgüter), der auf sonstige Faktoren wie neue Technologien, effizientere Betriebsprozesse und organisatorische Verbesserungen zurückzuführen ist.

³ Siehe J. Fernald, Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession, Working Paper Series der Federal Reserve Bank of San Francisco, Nr. 2012-18, 2012.

⁴ Hauptursache für potenzielle Messfehler sind beispielsweise eine Verlagerung der Computerinvestitionen von inländisch erzeugten hin zu importierten Produkten, wenig effektive Ansätze zur Erfassung der gestiegenen Qualität importierter Produkte, sowie die Auswirkungen einer veränderten Preispolitik für Mikroprozessoren von Intel, die Verzerrungen bei der „matched-model“-Methode mit sich brachten. Siehe D. Byrne und E. Pinto, The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity, FEDS Notes, 2015, sowie J. Hatzius und K. Dawsey, Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0., Goldman Sachs, US Economics Analyst, Ausgabe 15/30, 2015.

Abbildung B Wirtschaftliche Dynamik gemessen an den Unternehmensgründungs- und -schließungsraten

(prozentualer Anteil an der durchschnittlichen Anzahl von Unternehmen im vorangegangenen und im laufenden Jahr; gleitender Vierjahresdurchschnitt)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics.

Das TFP-Wachstum wird durch eine Vielzahl von Faktoren bestimmt. Hierzu zählen die für Innovationen aufgewendeten Ressourcen, die Art und Weise, wie Innovationen in die übrige Wirtschaft übertragen und dort vermarktet werden, die Dynamik von Firmen und Arbeitsmarkt – die bestimmt, wie rasch neue Innovationen angenommen werden, wie lange ineffiziente Firmen überleben und wie leicht der Faktor Arbeit zu seiner produktivsten Verwendung gelangt – und schließlich mögliche Fehlallokationen von Ressourcen durch überzogene Vermögenswert- und Kreditbooms.

Das schwächere TFP-Wachstum könnte mit einer verringerten Dynamik im Unternehmenssektor zusammenhängen, die möglicherweise zu einem Rückgang von Tempo und Ausmaß der Transmission von Innovationen in der Volkswirtschaft geführt hat. Da die Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie die Zahl der Patentanmeldungen in den letzten Jahren stabil

geblieben sind, ist es unwahrscheinlich, dass eine Verringerung der für Innovationen eingesetzten Mittel einer der Hauptgründe für das schwächere TFP-Wachstum ist. Dies wird durch den stetig zunehmenden technologischen Fortschritt in wissenschaftlichen Bereichen wie der Robotertechnik und dem 3D-Druck bestätigt. Dem steht gegenüber, dass die US-Wirtschaft zwar für ihre Dynamik bekannt ist – sowohl was die Unkompliziertheit von Unternehmensgründungen und -schließungen betrifft als auch im Hinblick auf die Arbeitsmarktflexibilität –, es aber Anzeichen gibt, dass diese Dynamik in den vergangenen Jahren nachgelassen hat. So ging insbesondere die Rate der Firmengründungen in der letzten Rezession stark zurück und hat sich seitdem nicht wieder erholt (siehe Abbildung B). Dies könnte unter anderem mit restriktiveren Kreditkonditionen für kleine Unternehmen und einer geringeren Risikoneigung zusammenhängen. Die Rate der Firmenschließungen und Insolvenzen ist ebenfalls gesunken. Niedrigere Raten von Unternehmensgründungen und -schließungen könnten signalisieren, dass den Ressourcen Hindernisse auf dem Weg zu ihrer produktivsten Verwendung im Weg stehen.

Überdies könnte das TFP-Wachstum in der Phase der wirtschaftlichen Erholung durch den übermäßigen Schuldenaufbau der privaten Haushalte während des Wohnimmobilienbooms im Vorfeld der Finanzkrise belastet worden sein, da es hierdurch zu einer Fehlallokation von Ressourcen kam.

Die Verschuldung der Privathaushalte war in den USA seit 2003 über weite Strecken überhöht, weshalb sich der Abbau dieser Schulden über einen längeren Zeitraum hinzog.⁵ Angesichts der massiven Verschuldung der privaten Haushalte könnte der Wohnimmobiliensektor in dieser Phase zu viele Ressourcen gebunden und damit den TFP-Anstieg gebremst haben.

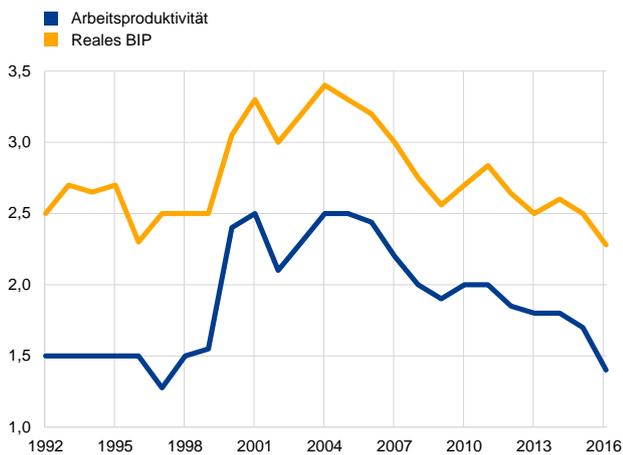
⁵ Siehe B. Albuquerque, U. Baumann und G. Krustev, US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt, in: The B.E. Journal of Macroeconomics, Bd. 15, Ausgabe 1, 2014.

Implikationen für Wachstumspotenzial und Lohnanstieg

Abbildung C

Median der Prognosen zum Wachstum der Arbeitsproduktivität und des realen BIP in zehn Jahren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

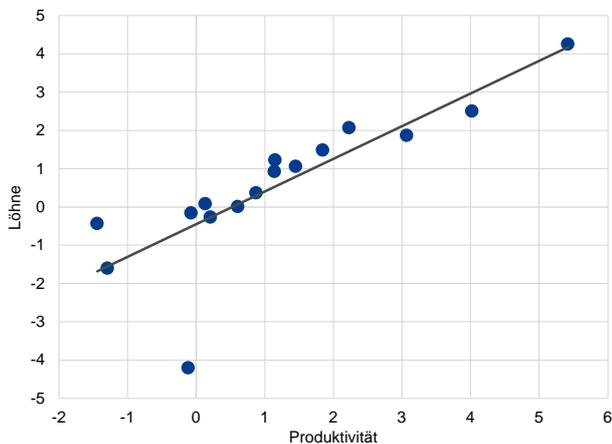


Quellen: Survey of Professional Forecasters und Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Abbildung D

Wachstum der Reallöhne und der Produktivität in verschiedenen Wirtschaftszweigen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Durchschnitt im Zeitraum 1999-2014)



Quellen: US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In der Abbildung sind 16 Wirtschaftszweige gemäß NAICS-Klassifikation erfasst. Die Reallöhne werden anhand eines Wertschöpfungsdeflators berechnet.

Die Prognosen zum Wachstum der Arbeitsproduktivität in zehn Jahren wurden zwar mehrfach nach unten revidiert, liegen aber noch immer über dem derzeit sehr niedrigen Niveau, was auf eine gewisse Erholung hoffen lässt. Der aus dem Survey of Professional Forecasters hervorgehende Median der langfristigen Wachstumsprognosen zum realen BIP und zur Arbeitsproduktivität wurde seit 2004 nach unten korrigiert. Die jüngsten Schätzungen belaufen sich auf 2,3 % für das BIP und 1,4 % für die Arbeitsproduktivität (siehe Abbildung C); dem steht eine tatsächliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität von 0,5 % seit dem Jahr 2011 gegenüber. Dies deckt sich mit der Einschätzung, dass zwar einige Aspekte des schwächeren Produktivitätswachstums, wie etwa die Dynamik der Unternehmen, etwas länger anhalten und sich nur allmählich wieder erholen könnten, dass aber zyklische Faktoren – vor allem in Bezug auf Anlageinvestitionen – rascher an Einfluss verlieren dürften.

Analog zu dem erwarteten geringeren Produktivitätszuwachs (gemessen an historischen Durchschnittswerten) könnten sich auch die Reallöhne etwas langsamer erhöhen als in der Vergangenheit. Auf lange Sicht wird damit gerechnet, dass die Reallöhne weitgehend im Einklang mit dem Arbeitsproduktivitätswachstum steigen, sofern sich die Lohnquote nicht verändert.⁶ In verschiedenen Wirtschaftszweigen der USA zeigt sich für den Zeitraum von 1999 bis 2014 eine positive Korrelation zwischen der Veränderung des Reallohns je Arbeitnehmer und dem durchschnittlichen Wachstum der Arbeitsproduktivität (siehe Abbildung D), wobei die Reallöhne in den meisten Branchen weniger stark bzw. in gleichem Umfang zunahmten wie die Arbeitsproduktivität. In jüngster Zeit (2011-2014) stiegen sowohl die Reallöhne als auch die Arbeitsproduktivität nur geringfügig.

⁶ Siehe auch L. Barro und J. Faberman, Wage Growth, Inflation and the Labor Share, Chicago Fed Letter, Nr. 349, 2015.

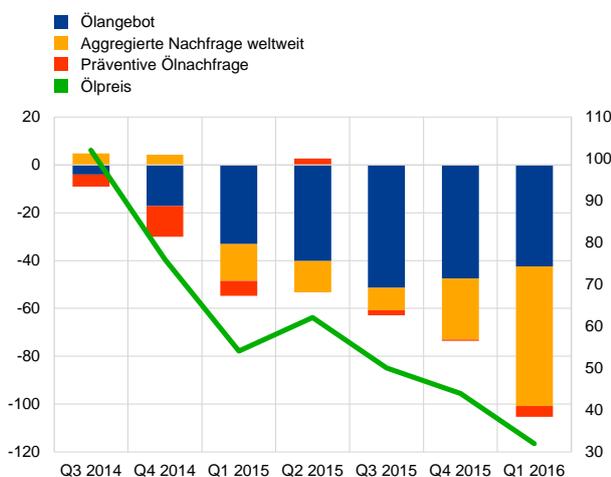
Kasten 2

Aktuelle Ölpreisentwicklungen

Die Ölpreise sind seit Juli 2014 um 70 % gesunken. Legt man einen längeren Betrachtungszeitraum zugrunde, so lässt sich der Ölpreistrückgang durch

Abbildung A
Modellbasierte Aufschlüsselung des Ölpreises

(linke Skala: kumulierte Beiträge der einzelnen Ölschocks in Prozentpunkten, Juli 2014 = 0; rechte Skala: nominaler Ölpreis in USD/Barrel)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016. Die historischen Aufschlüsselungen wurden so normiert, dass sie im Juli 2014 – mit dem Einsetzen des Preissturzes der Rohölsorte Brent – bei null beginnen. Ein sinkender Beitrag bedeutet, dass ein bestimmter „Ölschock“ zu einem Rückgang des Ölpreises führte, und umgekehrt. Der Schock „Ölangebot“ erfasst exogene Veränderungen der Ölproduktion, der Schock „aggregierte Nachfrage weltweit“ bildet Veränderungen des Ölpreises ab, die endogen durch die Entwicklung des globalen Wirtschaftswachstums hervorgerufen wurden, und der Schock „präventive Ölnachfrage“ bezieht sich auf Veränderungen der aus den Ölvorräten ablesbaren Erwartungen zum künftigen Verhältnis von Ölangebot und -nachfrage. Die Aufschlüsselung basiert auf L. Kilian und D. P. Murphy, The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil, in: Journal of Applied Econometrics, 29(3), 2004, S. 454-478, unter Verwendung von Daten zu den Ölpreisen und zur weltweiten Ölproduktion sowie eines Näherungswerts für die globalen Ölvorräte und die globale Konjunktur.

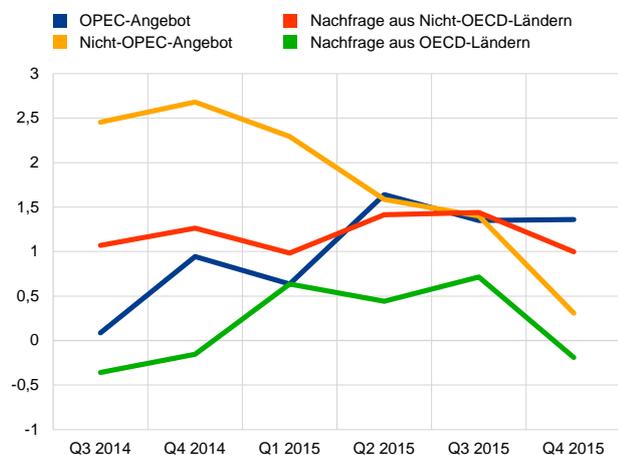
vorangegangene umfangreiche Investitionen und technologische Innovationen erklären, die dazu führten, dass die Ölproduktion in Zeiten eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums stark zunahm. In den Vereinigten Staaten lösten bahnbrechende technologische Entwicklungen die Schieferölrevolution aus. Zudem sorgten die über mehrere Jahre hinweg hohen Ölnotierungen vor dem Hintergrund des kräftigen Wachstums der Schwellenländer dafür, dass in der Ölbranche großvolumige Investitionen getätigt wurden. Aufgrund eines erheblichen zeitlichen Abstands zwischen Investition und Produktion kam das resultierende Angebot zu einem Zeitpunkt auf den Markt, als die Ölnachfrage nicht weiter anstieg. Obwohl bereits im Jahr 2010 eine Zunahme des Angebots an Schieferöl und eine Verlangsamung des weltweiten Nachfragewachstums zu beobachten waren (z. B. in China), stützten die durch geopolitische Spannungen bedingten Lieferausfälle in großen ölproduzierenden Ländern (Libyen, Iran, Russland und Irak) den Ölpreis zunächst einige Jahre lang, bevor er im Sommer 2014 plötzlich einbrach. Der im November 2014 gefasste strategische Beschluss der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), dem Preisverfall nicht mit einer Drosselung der Förderung entgegenzuwirken, sorgte für einen weiteren Rückgang der Notierungen.

Während sowohl Nachfrage- als auch Angebotsfaktoren für den seit 2014 beobachteten Ölpreissturz verantwortlich sind, zeigen modellbasierte Ergebnisse, dass der anfängliche Rückgang größtenteils durch Angebotssteigerungen erklärt werden kann. In jüngster Zeit war jedoch die

Nachfrage der ausschlaggebende Faktor (siehe Abbildung A). Berechnungen der EZB zufolge lassen sich rund 60 % des im Jahr 2014 verzeichneten Rückgangs auf Angebotsfaktoren zurückführen. Nach einer Erholung in den ersten beiden Quartalen 2015 gaben die Ölnotierungen abermals nach, wobei Nachfragefaktoren eine zunehmend wichtige Rolle spielten. Diese Entwicklung spiegelt großteils eine Verringerung der aggregierten Nachfrage wider, allerdings trugen auch die niedrigeren Preiserwartungen im Zusammenhang mit dem Wachstum in den Schwellenländern und dem erwähnten OPEC-Beschluss (in der Abbildung unter dem Schock „Präventive Ölnachfrage“ erfasst) zum jüngsten Rückgang bei. Das Angebot der OPEC wies seit Mitte 2014 eine Tendenz nach oben auf, und die

Abbildung B Ölangebot und -nachfrage weltweit

(in Millionen Barrel/Tag; Veränderung gegenüber Vorjahr)



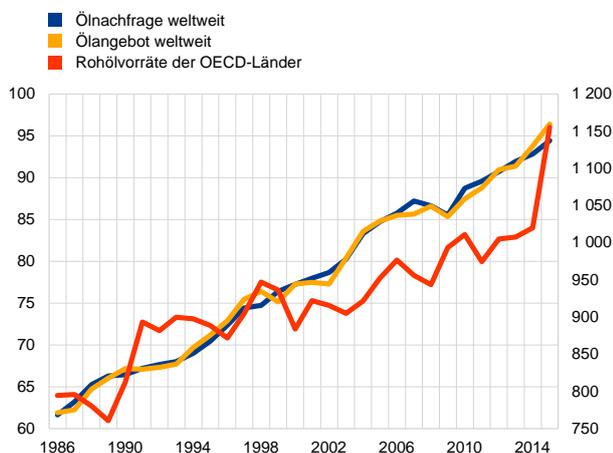
Quelle: Internationale Energieagentur.

Ölnachfrage aus Nicht-OECD-Ländern blieb 2015 robust. Gegen Ende 2015 ging die Ölnachfrage aus OECD-Staaten zurück, wofür vor allem der milde Winter in den USA und in Europa sowie schwächere Konjunkturerwartungen in großen Schwellenländern verantwortlich waren (siehe Abbildung B).

Es wird einige Zeit dauern, bis das derzeitige Überangebot absorbiert werden kann. Das auf den Plan tretende Schieferöl aus den Vereinigten Staaten und die unkonventionelle Erdölexploration im Allgemeinen sorgen für strukturelle Veränderungen auf der Angebotsseite, aufgrund derer der Ölpreis für längere Zeit auf einem niedrigeren Niveau bleiben könnte. Ein Überangebot von durchschnittlich nahezu 1,4 Millionen Barrel pro Tag im Zeitraum von 2014 bis 2015 hat dazu geführt, dass die Rohölvorräte der OECD-Länder historische Höchststände aufweisen (siehe Abbildung C).¹

Abbildung C Nachfrage, Angebot und Ölvorräte

(linke Skala: Ölnachfrage und -angebot weltweit in Millionen Barrel/Tag – Stromgröße; rechte Skala: Rohölvorräte der OECD-Länder in Millionen Barrel – Bestandsgröße)



Quelle: Internationale Energieagentur.

Anmerkung: Jährliche Daten; die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2015.

Dennoch ist eine Wiederherstellung des Gleichgewichts im Zeitverlauf zu erwarten. Eine theoretische Untergrenze des Ölpreises orientiert sich an der Höhe der Grenzkosten der Schieferölproduktion in den USA, die auf durchschnittlich rund 35 USD je Barrel geschätzt werden.²

Allerdings war im vergangenen Jahr bei verschiedenen Arten der Ölproduktion, wie z. B. im Fall von US-Schieferöl, ein anhaltendes Wachstum zu verzeichnen, obwohl die Ölnotierungen unter den entsprechenden geschätzten Grenzkosten lagen. In der Tat spielen neben diesen produktionsspezifischen Grenzkosten zahlreiche andere Faktoren eine Rolle. Erstens unterscheiden sich die Grenzkosten je nach Ölsorte und Ölfeld erheblich, sodass diese Durchschnittswerte lediglich ein grober Indikator dafür sind, ab wann sich Auswirkungen auf die Produktion ergeben können. Zweitens ist es wichtig, die Kostendeflation³ und

¹ Im Zeitraum von 2014 bis 2015 belief sich die weltweite Ölnachfrage im Schnitt auf rund 93,6 Millionen Barrel pro Tag und das globale Ölangebot auf durchschnittlich 95 Millionen Barrel pro Tag. Das Überangebot lag bei etwa 1,5 % der täglichen Ölnachfrage weltweit.

² Siehe Arthur D. Little, Where now for oil?, Viewpoint, 2015.

³ Unter Kostendeflation ist ein allgemeiner Rückgang der Kosten der Ölproduktion zu verstehen, der sich beispielsweise aus Effizienzgewinnen oder geringeren Dienstleistungskosten (z. B. niedrigere Servicegebühren für Vertragspartner beim Anlegen von Bohrlöchern oder für Supportdienste wie Vermessung, Zementierung, Verschalung und Bearbeitung von Bohrlöchern) ergeben kann.

die höhere Produktionseffizienz, d. h. die Möglichkeit niedrigerer Grenzkosten aufgrund des Produktivitätsfortschritts, zu berücksichtigen. Allerdings gibt es bereits Hinweise darauf, dass die Zahl der Ölförderanlagen in den USA gesunken ist, was darauf hindeutet, dass das Angebot im Zeitverlauf abnehmen dürfte.⁴

Die aktuelle Öl-Terminkurve zeigt, dass die Notierungen in den nächsten zwei Jahren innerhalb einer Spanne von 30-45 USD je Barrel bleiben dürften.

Bezüglich dieser Prognose hängen die angebotsseitigen Abwärtsrisiken für die Ölpreise mit weiteren Steigerungen der weltweiten Ölproduktion zusammen, die sich daraus ergeben könnten, dass der Iran im Zuge seiner Rückkehr an den Markt mehr Öl anbietet als erwartet und dass die Produktion in den Nicht-OPEC-Ländern, insbesondere von Schieferöl in den USA, weiter robust bleibt. Was die Nachfrage nach Öl betrifft, so könnte diese durch eine unerwartet starke Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern beeinträchtigt werden. Die zentralen Aufwärtsrisiken bestehen darin, dass es zu unerwartet starken Drosselungen der Ölförderung aufgrund geopolitischer Spannungen kommt und dass das Angebot sich in größerem Umfang verringert, wenn der Ölpreis über längere Zeit niedrig bleibt. Wenngleich die wichtigsten Abwärtsrisiken auch mit Blick auf die Aussichten ab 2017 weiter vorherrschen, sind die Risiken dann zunehmend nach oben gerichtet, da es im Fall eines weltweiten Konjunkturaufschwungs durch große Einschnitte bei den Investitionsausgaben zu einer schnelleren Angleichung von Angebot und Nachfrage kommen könnte, als derzeit aus der Öl-Terminkurve ersichtlich ist.

⁴ Siehe: Baker Hughes, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).

Kasten 3

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 28. Oktober 2015 bis zum 26. Januar 2016

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der siebten und in der achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des vergangenen Jahres erörtert, die vom 28. Oktober bis zum 8. Dezember 2015 bzw. vom 9. Dezember 2015 bis zum 26. Januar 2016 dauerten. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden in dieser Zeit unverändert bei 0,05 % bzw. 0,30 % belassen. Der Zinssatz für die Einlagefazilität hingegen wurde mit Wirkung vom 9. Dezember 2015 um 10 Basispunkte von -0,20 % auf -0,30 % gesenkt.¹ Am 16. Dezember wurden im Rahmen des sechsten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) 18,3 Mrd € zugeteilt (verglichen mit 15,5 Mrd € bei dem vorangegangenen Geschäft im September). Damit lag der Gesamtzuteilungsbetrag der ersten sechs GLRGs bei 417,9 Mrd €.² Darüber hinaus setzte das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities im geplanten Umfang von 60 Mrd € pro Monat fort. Im Dezember 2015 beschloss der EZB-Rat die Verlängerung der Laufzeit des APP: Es ist nun vorgesehen, die monatlichen Käufe bis Ende März 2017 fortzuführen bzw. so lange, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung des mittelfristigen Ziels einer Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % erkennbar ist. Außerdem fasste der EZB-Rat den Beschluss, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit so lange wie erforderlich wieder anzulegen.³

Liquiditätsbedarf

Im Berichtszeitraum belief sich der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – auf 706,5 Mrd €; er hat sich somit gegenüber

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

² Einzelheiten zu den Zuteilungen im Rahmen der GLRGs finden sich in den entsprechenden Kästen in vorangegangenen Ausgaben des Wirtschaftsberichts der EZB sowie auf der EZB-Website unter: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html

³ Ausführliche Informationen zum erweiterten APP stehen auf der Website der EZB zur Verfügung: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html

dem vorherigen Beobachtungszeitraum (d. h. der fünften und sechsten Reserveperiode 2015) um 60,1 Mrd € erhöht. Grund hierfür war fast ausschließlich ein Anstieg der durchschnittlichen autonomen Faktoren, die um 59,9 Mrd € auf 593,3 Mrd € zunahmen (siehe Tabelle).

Diese Zunahme war im Wesentlichen auf höhere durchschnittliche Liquiditätsabschöpfende Faktoren zurückzuführen, also auf den Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte und die sonstigen autonomen Faktoren. Letztere beliefen sich im Schnitt auf 563 Mrd € und waren damit gegenüber dem vorherigen Betrachtungszeitraum um 20,5 Mrd €

Tabelle
Liquiditätslage im Eurosystem

| | 28. Okt. 2015 - 26. Jan. 2016 | | 22. Juli - 27. Okt. 2015 | | Achte Erfüllungsperiode | | Siebte Erfüllungsperiode | |
|--|----------------------------------|----------------|-----------------------------|----------------|-------------------------|----------------|--------------------------|--|
| Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €) | | | | | | | | |
| Autonome Liquiditätsfaktoren | 1 715,8 | (+40,1) | 1 675,7 | 1 720,1 | (+9,3) | 1 710,8 | (+18,0) | |
| Banknotenumlauf | 1 065,3 | (+11,4) | 1 053,9 | 1 072,8 | (+16,3) | 1 056,5 | (+4,1) | |
| Einlagen öffentlicher Haushalte | 87,6 | (+8,3) | 79,3 | 82,5 | (-11,1) | 93,5 | (-1,6) | |
| Sonstige autonome Faktoren | 563,0 | (+20,5) | 542,5 | 564,8 | (+4,0) | 560,8 | (+15,6) | |
| Geldpolitische Instrumente | | | | | | | | |
| Guthaben auf Girokonten | 527,9 | (+81,0) | 446,9 | 557,1 | (+63,3) | 493,8 | (+28,5) | |
| Mindestreserve-Soll | 113,2 | (+0,2) | 113,0 | 113,3 | (+0,2) | 113,1 | (-0,2) | |
| Einlagefazilität | 185,7 | (+35,3) | 150,4 | 196,6 | (+23,5) | 173,1 | (+20,3) | |
| Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | |
| Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €) | | | | | | | | |
| Autonome Liquiditätsfaktoren | 1 122,9 | (-19,6) | 1 142,5 | 1 123,7 | (+1,9) | 1 121,9 | (-13,9) | |
| Nettoforderungen in Fremdwährung | 611,9 | (-11,4) | 623,2 | 611,6 | (-0,6) | 612,2 | (-6,9) | |
| Nettoforderungen in Euro | 511,0 | (-8,3) | 519,3 | 512,1 | (+2,5) | 509,7 | (-7,0) | |
| Geldpolitische Instrumente | | | | | | | | |
| Offenmarktgeschäfte | 1 306,9 | (+176,5) | 1 130,4 | 1 350,3 | (+94,2) | 1 256,1 | (+80,6) | |
| Tendengeschäfte | 532,5 | (-0,9) | 533,4 | 538,5 | (+13,1) | 525,4 | (-6,9) | |
| HRGs | 69,1 | (-2,2) | 71,3 | 71,6 | (+5,5) | 66,1 | (-4,1) | |
| Dreimonatige LRGs | 55,3 | (-18,3) | 73,6 | 51,6 | (-8,0) | 59,7 | (-9,5) | |
| GLRGs | 408,1 | (+19,6) | 388,5 | 415,3 | (+15,7) | 399,6 | (+6,7) | |
| Outright-Geschäfte | 774,4 | (+177,4) | 597,0 | 811,8 | (+81,0) | 730,7 | (+87,6) | |
| Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP) | 20,6 | (-1,6) | 22,2 | 20,5 | (-0,3) | 20,8 | (-1,1) | |
| Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 2 (CBPP2) | 9,8 | (-0,8) | 10,5 | 9,6 | (-0,3) | 9,9 | (-0,4) | |
| Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 3 (CBPP3) | 140,2 | (+25,2) | 114,9 | 144,4 | (+9,2) | 135,2 | (+12,9) | |
| Programme für die Wertpapiermärkte (SMP) | 123,1 | (-5,4) | 128,5 | 122,9 | (-0,5) | 123,3 | (-3,8) | |
| Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) | 15,2 | (+3,3) | 11,9 | 15,5 | (+0,5) | 15,0 | (+1,8) | |
| Programme zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) | 465,5 | (+156,5) | 308,9 | 498,8 | (+72,3) | 426,5 | (+78,3) | |
| Spitzenrefinanzierungsfazilität | 0,1 | (-0,2) | 0,4 | 0,2 | (+0,1) | 0,1 | (-0,0) | |
| Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €) | | | | | | | | |
| Aggregierter Liquiditätsbedarf | 706,5 | (+60,1) | 646,5 | 710,1 | (+7,7) | 702,4 | (+31,7) | |
| Autonome Faktoren* | 593,3 | (+59,9) | 533,5 | 596,8 | (+7,5) | 589,3 | (+31,8) | |
| Überschussliquidität | 600,3 | (+116,4) | 483,9 | 640,2 | (+86,5) | 553,7 | (+49,0) | |
| 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 | -0,25 | (-0,05) | -0,20 | -0,30 | (-0,10) | -0,20 | (+0,00) | |
| EONIA (Durchschnitt) | -0,184 | (-0,055) | -0,130 | -0,227 | (-0,091) | -0,135 | (+0,003) | |

Quelle: EZB.

* Der Gesamtwert der autonomen Faktoren enthält auch den Posten „schwebende Verrechnungen“.

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

gestiegen, was in erster Linie einem Zuwachs bei den Ausgleichsposten aus der vierteljährlichen Neubewertung zuzuschreiben war. Der Banknotenumlauf erhöhte sich insbesondere über die Winterferienzeit entsprechend dem üblichen saisonalen Muster. Er belief sich im Durchschnitt auf 1 065,3 Mrd € und lag somit 11,4 Mrd € über dem Wert des vorangegangenen Beobachtungszeitraums. Überdies trugen auch die durchschnittlichen Einlagen öffentlicher Haushalte, die im Schnitt um 8,3 Mrd € auf 87,6 Mrd € zunahmen, zum gestiegenen Liquiditätsbedarf bei. Die geringfügige Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte zeigt zwar, dass einige Schatzämter niedrigere Marktzinsen hinzunehmen bereit sind, doch bieten sich den meisten von ihnen nach wie vor kaum Alternativen bei der Platzierung von Barmitteln am Markt. Die erneute Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0,30 % hat die Kosten der Schatzämter für Einlagen beim Eurosystem erhöht. Indessen führt eine höhere Überschussliquidität tendenziell auch dazu, dass sich die Geldmarktsätze dem Einlagesatz noch weiter annähern.

Die Liquiditätszuführenden Faktoren gingen im Berichtszeitraum aufgrund von gesunkenen Nettoforderungen in Fremdwährung und in Euro zurück. Der Rückgang der Nettoforderungen in Fremdwährung um 11,4 Mrd € war in erster Linie das Ergebnis eines Abwertungseffekts zum Quartalsende im dritten und vierten Quartal 2015. Ursächlich für die Abwertung der Nettoforderungen in Fremdwährung waren vor allem die Einbußen beim Goldwert in US-Dollar, die nur teilweise durch den niedrigeren Euro-Wechselkurs im Schlussquartal 2015 aufgefangen wurden. Die Nettoforderungen in Euro betragen durchschnittlich 511,0 Mrd € und verringerten sich damit um 8,3 Mrd € gegenüber dem Vergleichszeitraum. Verantwortlich hierfür war ein wertmäßiger Rückgang von Finanzanlagen, die vom Eurosystem für nichtgeldpolitische Zwecke gehalten werden, sowie eine geringfügige Zunahme der Verbindlichkeiten nationaler Zentralbanken gegenüber ausländischen Instituten. Letztere erhöhten ihre Einlagen trotz der erneuten Senkung des Einlagesatzes, durch die die Kosten für die Hinterlegung von Mitteln bei den nationalen Zentralbanken steigen. Grund für die Zunahme der Einlagen könnte sein, dass die Zahl attraktiver Anlagealternativen am Markt gesunken ist.

Die Volatilität der autonomen Faktoren blieb unterdessen erhöht.

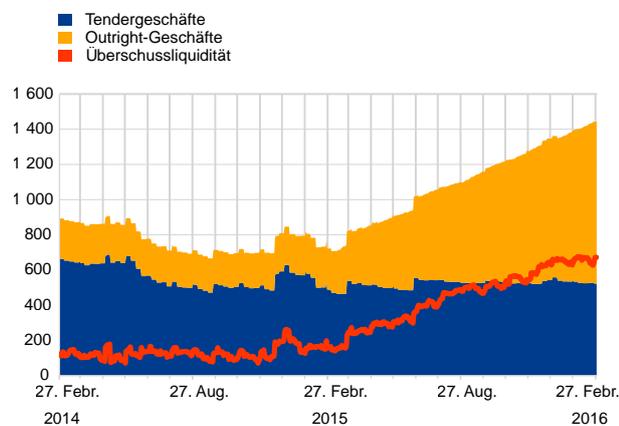
Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf erhebliche Schwankungen bei den Einlagen öffentlicher Haushalte sowie auf die vierteljährliche Neubewertung der Nettoforderungen in Fremdwährung und in Euro. Gegenüber dem vorherigen Bezugszeitraum war die Volatilität im Großen und Ganzen unverändert, wenngleich das Niveau der autonomen Faktoren tendenziell weiter stieg.

Der durchschnittliche absolute Fehler bei den wöchentlichen Schätzungen der autonomen Faktoren vergrößerte sich im Berichtszeitraum um 0,8 Mrd € auf 7,2 Mrd € und ergab sich hauptsächlich aus Prognosefehlern bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte. Das steigende Niveau der Überschussliquidität und die zunehmend negativen kurzfristigen Geldmarktzinsen erschwerten die Vorhersage der Anlageaktivitäten der Schatzämter.

Abbildung

Entwicklung der geldpolitischen Instrumente und der Überschussliquidität

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die über Offenmarktgeschäfte (Tenderoperationen und Outright-Käufe) durchschnittlich bereitgestellte Liquidität erhöhte sich um 176,5 Mrd € auf 1 306,9 Mrd € (siehe Abbildung).

Dieser Anstieg war ausschließlich auf die geldpolitischen Outright-Käufe vor allem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) zurückzuführen, während die Tendergeschäfte im Beobachtungszeitraum weitgehend unverändert blieben.

Die über Tendergeschäfte durchschnittlich bereitgestellte Liquidität ging im Referenzzeitraum um 0,9 Mrd € auf 532,5 Mrd € zurück. Eine durch die GLRGs bedingte Zunahme der Durchschnittsliquidität

wurde durch einen Rückgang bei den Standardgeschäften mehr als ausgeglichen. Im Einzelnen war bei den HRGs und den dreimonatigen LRGs eine Abnahme um 2,2 Mrd € bzw. 18,3 Mrd € zu verzeichnen. Der bei den GLRGs ausstehende Betrag erhöhte sich im Beobachtungszeitraum um 19,6 Mrd €, wobei der stärkste Anstieg in der achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode stattfand und mit der GLRG-Zuteilung im Dezember 2015 zusammenhing.

Der über geldpolitische Outright-Geschäfte im Schnitt zugeführte Liquiditätsbetrag nahm um 177,4 Mrd € auf 774,4 Mrd € zu, was in erster Linie dem PSPP geschuldet war. Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit dem PSPP, dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) stieg um 156,5 Mrd €, 25,2 Mrd € bzw. 3,3 Mrd €. Die Tilgung der im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte und der ersten beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen gehaltenen Titel belief sich auf 7,8 Mrd €.

Überschussliquidität

Infolge des beschriebenen Liquiditätsanstiegs erhöhte sich die durchschnittliche Überschussliquidität im Berichtszeitraum um 116,4 Mrd € auf 600,3 Mrd € (siehe Abbildung). Der Großteil des Anstiegs wurde in der achten Reserveerfüllungsperiode verzeichnet, als der durchschnittliche Liquiditätsüberschuss aufgrund der anhaltenden Käufe und lediglich geringfügig höherer autonomer Faktoren um 86,5 Mrd € anwuchs. In der siebten Erfüllungsperiode war die Zunahme mit 49,0 Mrd € weniger stark ausgeprägt gewesen. Für diesen relativ geringen Zuwachs waren vor allem die gestiegenen autonomen Faktoren verantwortlich, die den Anstieg beim APP teilweise absorbierten.

Die höhere Überschussliquidität kam vor allem in einer Zunahme der beim Eurosystem im Schnitt gehaltenen Giro Guthaben der Banken zum Ausdruck, die sich im Berichtszeitraum um 81,0 Mrd € auf 527,9 Mrd € erhöhten. Dieser Anstieg war in der siebten Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit durchschnittlich 28,5 Mrd € weniger ausgeprägt als in der achten Reserveerfüllungsperiode, als er 63,3 Mrd € betrug. Die durchschnittliche Nutzung der Einlagefazilität nahm ebenfalls zu, wenn auch nicht ganz so stark, nämlich um 35,3 Mrd € auf 185,7 Mrd €.

Zinsentwicklung

Die Geldmarktsätze gingen im Beobachtungszeitraum angesichts der Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0,30 % weiter zurück.

Am unbesicherten Markt notierte der EONIA im Schnitt bei -0,184 % nach -0,130 % im vorangegangenen Betrachtungszeitraum. Während der EONIA in der siebten Reserveerfüllungsperiode nahezu unverändert geblieben war, schlug die mit Beginn der achten Erfüllungsperiode wirksam werdende Verringerung des Einlagesatzes um 0,10 Prozentpunkte fast vollständig auf den EONIA durch, der um 0,091 Prozentpunkte nachgab. Vor dem Hintergrund der weiter ansteigenden Überschussliquidität verlief die Transmission auf die Marktzinsen reibungslos. Darüber hinaus gingen die besicherten Tagesgeldsätze analog zum Zinssatz der Einlagefazilität zurück und erreichten ein Niveau, das noch näher am Einlagesatz lag. Die durchschnittlichen Übernachtssätze für Repogeschäfte bei GC Pooling⁴ für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb gaben im Vergleich zum vorangegangenen Betrachtungszeitraum um 0,059 bzw. 0,055 Prozentpunkte auf -0,246 % bzw. -0,238 % nach.

⁴ GC Pooling ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

Kasten 4

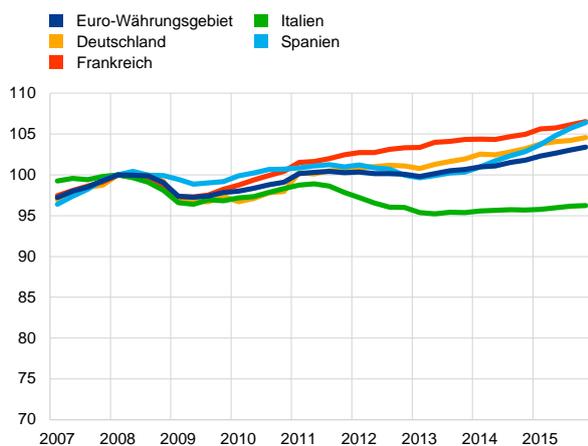
Bestimmungsfaktoren der vergleichsweise starken Entwicklung des Dienstleistungssektors im Euro-Währungsgebiet

Der Dienstleistungssektor ist die Haupttriebfeder der seit dem ersten Quartal 2013 anhaltenden Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet, was die Frage aufwirft, welche Faktoren seine vergleichsweise starke Entwicklung konkret bestimmt haben.¹ Der Dienstleistungssektor insgesamt (sowohl marktbestimmte als auch nicht marktbestimmte Dienstleistungen) macht etwa drei Viertel der gesamten Wertschöpfung im Euroraum aus. Seit dem Tiefstand im ersten Quartal 2013 ist die Wertschöpfung des gesamten Sektors dem Volumen nach stetig gestiegen und hat neue Höchststände verzeichnet (siehe Abbildung A). Auf die marktbestimmten Dienstleistungen entfallen seit dem ersten Quartal 2013 nahezu 90 % des gesamten Wertschöpfungszuwachses im Dienstleistungsbereich des Eurogebiets. Im Gegensatz dazu lag die Wertschöpfung in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) im Euroraum im Jahr

Abbildung A

Wertschöpfung im gesamten Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets und in den vier größten Euro-Ländern

(Q1 2008 = 100; kalender- und saisonbereinigte verkettete Volumenindizes)

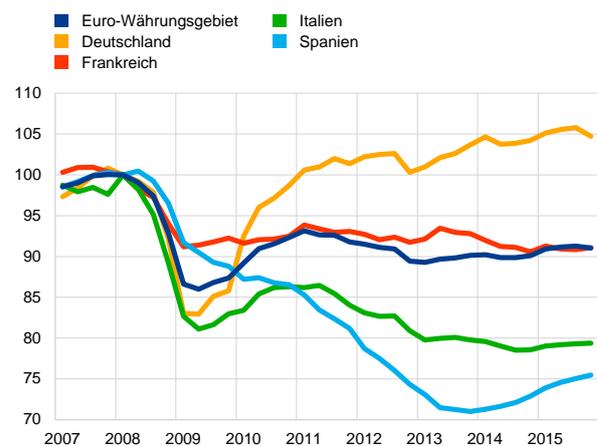


Quelle: Eurostat.

Abbildung B

Wertschöpfung in der Industrie des Euro-Währungsgebiets und in den vier größten Euro-Ländern

(Q1 2008 = 100; kalender- und saisonbereinigte verkettete Volumenindizes)

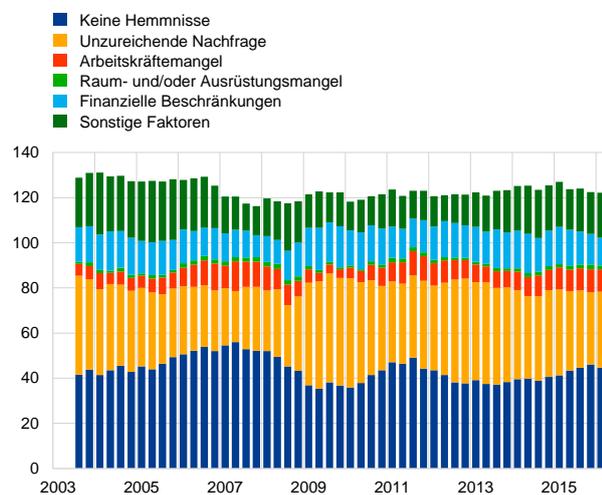


Quelle: Eurostat.

¹ Eine detailliertere Beschreibung der Entwicklung der einzelnen Sektoren im Euroraum findet sich in: EZB, Die konjunkturelle Entwicklung einzelner Sektoren im Euro-Währungsgebiet seit 2008, Monatsbericht Mai 2014.

Abbildung C Hemmnisse für das Dienstleistungsgeschäft im Euro-Währungsgebiet

(in % aller Umfrageteilnehmer)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Da Mehrfachnennungen möglich sind, ergeben die Prozentzahlen zusammengenommen mehr als 100 %.

2015 immer noch fast 10 % unter ihrem Höchststand von Anfang 2008 (siehe Abbildung B). Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei den größten Euro-Ländern, wobei die vergleichsweise schwache Entwicklung der Wertschöpfung im italienischen Dienstleistungssektor und die in den letzten Jahresvierteln verzeichneten Rekordstände in der deutschen Industrie die größten Ausnahmen bilden.

Die vierteljährliche Branchenumfrage der Europäischen Kommission zum Dienstleistungssektor im Euro-Währungsgebiet gibt Aufschluss darüber, welche Faktoren die Entwicklung der marktbestimmten Dienstleistungen ankurbeln bzw. hemmen. In der Umfrage werden die Teilnehmer nach den Hauptfaktoren befragt, die aktuell ein Hemmnis für ihre Geschäftsentwicklung darstellen, und sie können eine oder mehrere der vorgeschlagenen Antwortmöglichkeiten auswählen – keine Hemmnisse, unzureichende Nachfrage, Arbeitskräftemangel, Raum- und/oder Ausrüstungsmangel, finanzielle Beschränkungen und sonstige Faktoren. Die Ergebnisse

werden in Prozent aller Umfrageteilnehmer ausgewiesen.

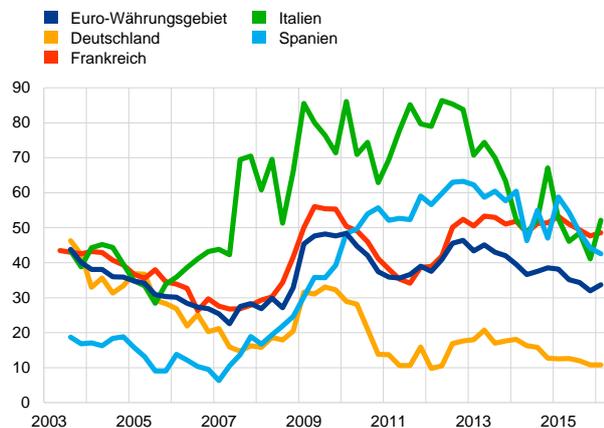
Wenngleich die Nachfrage gestiegen ist, wird sie immer noch als größtes Geschäftshemmnis genannt, während gleichzeitig eine Verringerung der finanziellen Beschränkungen gegenüber dem Vorjahr erkennbar ist.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Erholung gab nahezu die Hälfte aller Dienstleistungsunternehmen an, dass keine Geschäftshemmnisse bestehen; der entsprechende Indikator lag im Januar 2016 bei 45 % (siehe Abbildung C), nachdem er seit dem Schlussquartal 2012 kontinuierlich gestiegen war. Eine vergleichbare Entwicklung lässt sich bei der Kapazitätsauslastung im Dienstleistungsgewerbe beobachten, die ebenfalls seit dem vierten Quartal 2012 stetig gestiegen ist. Im Januar 2016 nannte ein Drittel der Umfrageteilnehmer eine unzureichende Nachfrage als beeinträchtigenden Faktor. Somit bleiben Nachfrageprobleme das weitaus wichtigste Geschäftshemmnis im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen, obgleich dieser Faktor seit letztem Jahr an Bedeutung verloren hat. Insgesamt gaben die Dienstleistungsunternehmen bei Weitem am häufigsten keine Hemmnisse oder eine unzureichende Nachfrage an (dies entspricht dem Regelfall und gilt auch für Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe). Am dritthäufigsten wurden in der jüngsten Umfrage sonstige Faktoren genannt (20 % der Umfrageteilnehmer), womit dieser Indikator höher ausfiel als in der Rezession 2011-2013. Die Finanzierungsbedingungen haben sich für die Dienstleistungsunternehmen verbessert; nach 16 % im Jahr zuvor gaben zuletzt 12 % der Teilnehmer an, dass finanzielle Beschränkungen ihre Geschäftsentwicklung hemmten. Dieser Anstieg um vier Prozentpunkte entsprach in etwa jenem beim Nachfrageindikator im selben Zeitraum. Die beiden verbleibenden Faktoren Arbeitskräftemangel bzw. Raum- und/oder Ausrüstungsmangel wurden von 10 % bzw. rund 2 % der Umfrageteilnehmer genannt.

Abbildung D

Unzureichende Nachfrage als Hemmnis für das Dienstleistungsgeschäft im Euro-Währungsgebiet und in den vier größten Euro-Ländern

(in % aller Umfrageteilnehmer)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016.

Hinter den auf Ebene des gesamten Eurogebiets verzeichneten Geschäftshemmnissen verbergen sich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

Eine Betrachtung der vier größten Euro-Länder zeigt, dass eine unzureichende Nachfrage in Deutschland nur eine sehr geringe Rolle spielte, während dieser Faktor in den übrigen drei Ländern stärker zum Tragen kam – dort wurde er von rund der Hälfte der Dienstleistungsunternehmen als Geschäftshemmnis genannt (siehe Abbildung D). Auch finanzielle Beschränkungen waren in Deutschland im Januar 2016 als Hemmnis nicht relevant, wohingegen jedes vierte italienische Dienstleistungsunternehmen eine anhaltende Geschäftsbeeinträchtigung durch die finanzielle Lage angab (siehe Abbildung E). In Spanien hat dieser Bestimmungsfaktor an Bedeutung verloren, nachdem er dort im Januar 2015 noch ähnlich oft genannt wurde wie in Italien. Demgegenüber sah jedes fünfte deutsche Dienstleistungsunternehmen im Arbeitskräftemangel ein Geschäftshemmnis, während

der entsprechende Indikator in Italien und Spanien auf niedrigem Niveau blieb (siehe Abbildung F).

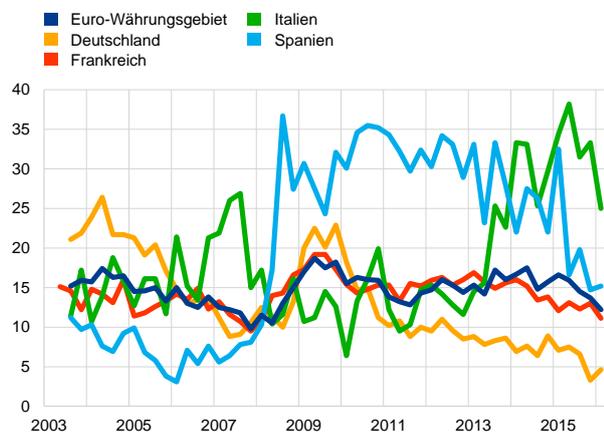
Auch auf stärker disaggregierter Ebene zeigen sich deutliche Unterschiede innerhalb des Dienstleistungssektors.

Etwa die Hälfte aller Unternehmen in den Teilsektoren Lagerei sowie Erbringung von sonstigen Dienstleistungen für den Verkehr, Grundstücks- und Wohnungswesen und Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie meldeten in den letzten Quartalen keine Geschäftshemmnisse, was nahelegt, dass die anhaltende Erholung

Abbildung E

Finanzielle Beschränkungen als Hemmnis für das Dienstleistungsgeschäft im Euro-Währungsgebiet und in den vier größten Euro-Ländern

(in % aller Umfrageteilnehmer)

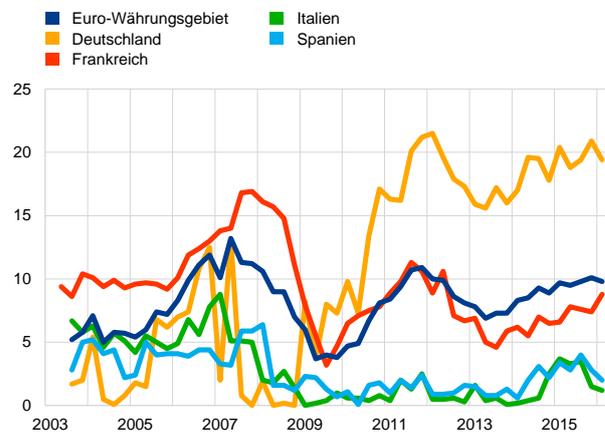


Quelle: Europäische Kommission.

Abbildung F

Arbeitskräftemangel als Hemmnis für das Dienstleistungsgeschäft im Euro-Währungsgebiet und in den vier größten Euro-Ländern

(in % aller Umfrageteilnehmer)

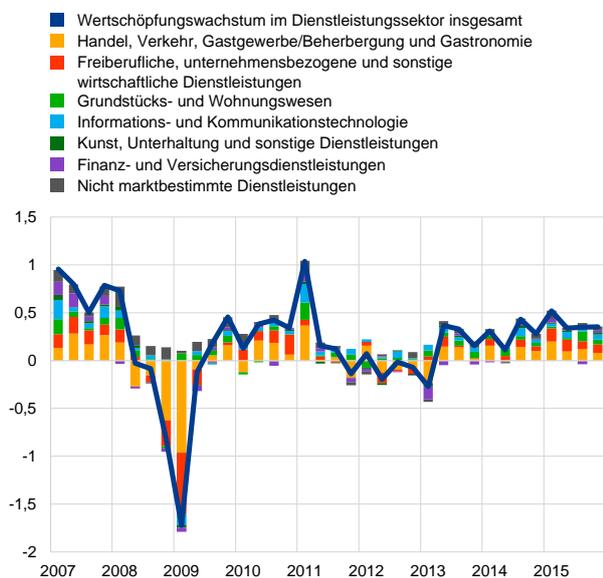


Quelle: Europäische Kommission.

Abbildung G

Beiträge der Teilspektoren zum Wachstum der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

insbesondere von diesen marktbestimmten Dienstleistungen getragen wird. Tatsächlich entfällt ein Drittel des gesamten Wertschöpfungszuwachses im Dienstleistungssektor des Eurogebiets seit dem ersten Jahresviertel 2013 auf die Bereiche Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie und nahezu ein Viertel auf freiberufliche, unternehmensbezogene und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen (siehe Abbildung G). Zugleich haben das Grundstücks- und Wohnungswesen sowie die Informations- und Kommunikationstechnologie jeweils zweistellige Wachstumsbeiträge geleistet. Telekommunikationsunternehmen gaben in der jüngsten Umfrage vor allem finanzielle Beschränkungen als Hemmnis an – dieser Faktor wurde von jedem fünften Unternehmen der Branche genannt. Firmen im Bereich Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften (d. h. Vermittlung von Arbeitskräften sowie befristete und sonstige Überlassung von Arbeitskräften) nannten hingegen vor allem den Arbeitskräftemangel als Beeinträchtigung. Dieser Faktor stellte zuletzt für 40 % der betreffenden Firmen ein Geschäftshemmnis dar, so viele wie noch nie seit Einführung der Umfrage im Jahr 2003.

Alles in allem erweist sich die unzureichende Nachfrage nach wie vor als das weitaus bedeutendste Geschäftshemmnis für den Dienstleistungssektor des Eurogebiets insgesamt, während auf Länderebene und in den verschiedenen Teilspektoren auch andere Faktoren eine Rolle spielen. So nennen im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen relativ viele italienische Unternehmen finanzielle Beschränkungen als Hemmnisfaktor, während deutsche Firmen vor allem einen Arbeitskräftemangel als Hemmnis angeben.

Kasten 5

Der Einfluss des Ölpreiserückgangs auf den Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets

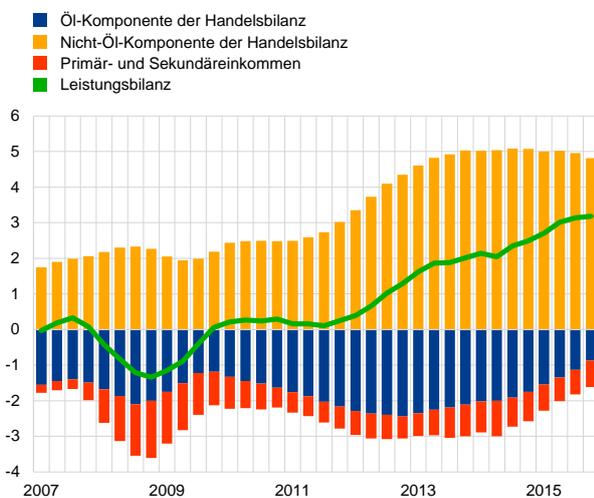
Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Auswirkungen des jüngsten Ölpreiserückgangs auf die Leistungsbilanzsalden des Euro-Währungsgebiets und der einzelnen Mitgliedstaaten.¹ Die Ölpreise sanken ab 2012 zunächst allmählich, bevor es dann in der zweiten Jahreshälfte 2014 zu einem deutlichen Preisverfall kam. Der von Mitte 2014 bis Ende des darauffolgenden Jahres beobachtete Preiseinbruch belief sich in US-Dollar gerechnet auf rund 55 % und in Euro gerechnet auf rund 45 %. Da das Eurogebiet Nettoimporteur von Öl ist, wirkt sich diese Verbilligung positiv auf dessen Terms of Trade aus. Zudem führt ein niedrigerer Ölpreis – bedingt durch die

relativ geringe Preiselastizität der Ölnachfrage – in der Regel zu einer Verbesserung der Ölhandelsbilanz und der Leistungsbilanz des Euroraums. Gleiches gilt für die einzelnen Euro-Länder, da sie alle gegenwärtig Nettoimporteure von Öl sind.² Der direkte Effekt eines Ölpreiserückgangs auf die Leistungsbilanz wird im Normalfall nur zum Teil durch indirekte Einflüsse wieder aufgehoben; diese ergeben sich beispielsweise aus einer höheren Nachfrage nach Nicht-Öl-Importen aufgrund einer stärkeren Binnenkonjunktur oder aus geringeren Exporten von Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets in ölexportierende Länder.

Die Verbesserung der Ölhandelsbilanz des Euroraums um knapp 1 % des BIP seit Mitte 2014 erklärt die Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses von rund 2 % auf gut 3 % des BIP (siehe Abbildung A). Die Verringerung der Kosten für Öl entspricht weitgehend dem mechanischen Effekt eines bei unveränderten Nettoimportvolumina beobachteten Ölpreiserückgangs. Was die übrigen Komponenten der Leistungsbilanz betrifft, so hat sich der Gesamtsaldo des Primär- und

Abbildung A
Aufschlüsselung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(in % des BIP; Vierteljährsdurchschnitte; nicht saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB.
Anmerkung: Die Aufschlüsselung der Exporte und Importe in eine Öl- und eine Nicht-Öl-Komponente basiert auf der Außenhandelsstatistik von Eurostat. Zur Nicht-Öl-Komponente zählen auch Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

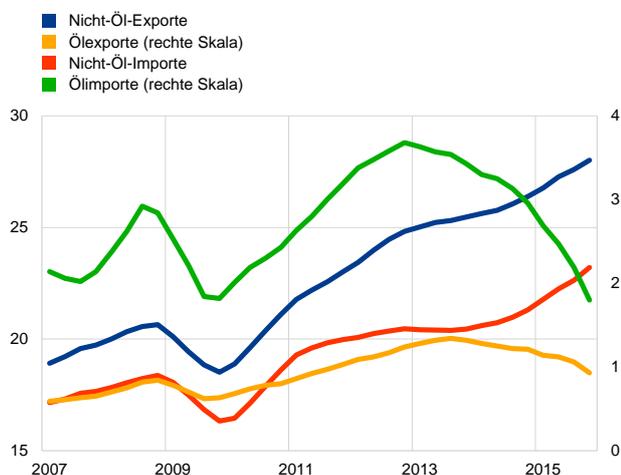
¹ Zum Einfluss der gesunkenen Ölpreise auf die Inflation und die Konjunktur siehe EZB, Ölpreiserückgang und Konjunkturaussichten im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

² In diesem Kasten entspricht die Ölhandelsbilanz dem Saldo des Handels mit „Erdöl, Erdölzerzeugnissen und verwandten Waren“ im Sinne der Kategorie 33 des Internationalen Warenverzeichnisses für den Außenhandel (Standard International Trade Classification – SITC). Einige Länder, die über Ölraffinerien verfügen, wie z. B. Griechenland und die Niederlande, verzeichnen in dieser Kategorie erhebliche Bruttoimporte bei gleichzeitig hohen Bruttoexporten.

Abbildung B

Aufschlüsselung der Importe und Exporte des Euro-Währungsgebiets

(in % des BIP; Vierquartalsdurchschnitte; nicht saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die Aufschlüsselung der Exporte und Importe in eine Öl- und eine Nicht-Öl-Komponente basiert auf der Außenhandelsstatistik von Eurostat. Zur Nicht-Öl-Komponente zählen auch Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

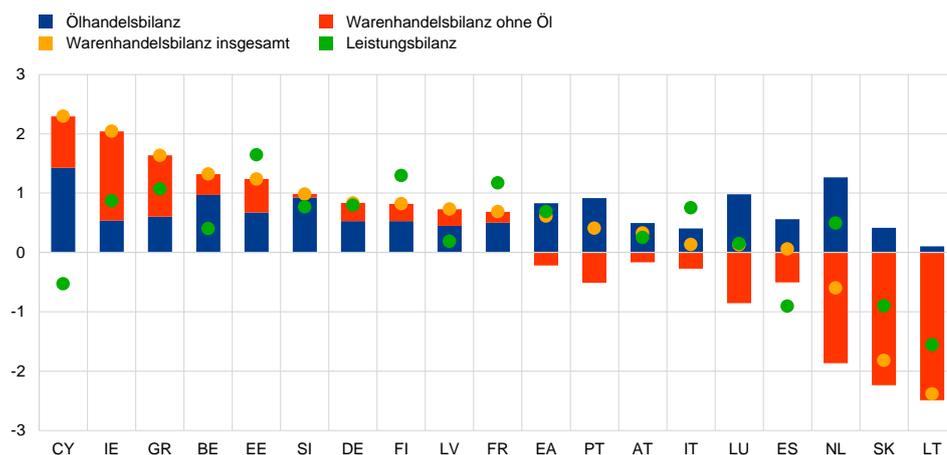
Sekundäreinkommens³ im genannten Zeitraum nur leicht erhöht, während die Handelsbilanz ohne Öl relativ stabil blieb. In den Vorjahren hingegen war die Leistungsbilanzverbesserung hauptsächlich einer positiven Entwicklung der Nicht-Öl-Komponente der Ein- und Ausfuhren zuzuschreiben, die mit den außenwirtschaftlichen Anpassungen im Euro-Währungsgebiet zusammenhing. Betrachtet man die Entwicklung über einen längeren Zeitraum, so lässt sich die Leistungsbilanzveränderung von rund 4,5 % des BIP seit dem Jahr 2008 in der Tat größtenteils durch die Erhöhung der Exporte des Eurogebiets aufgrund einer weltweit gestiegenen Nachfrage und der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit sowie durch den anfangs beobachteten Rückgang der Importe erklären.

Im vergangenen Jahr nahmen die Nicht-Öl-Importe wieder zu und stiegen etwas stärker als die Nicht-Öl-Exporte (siehe Abbildung B). Der wertmäßige Anstieg der Einfuhren von Waren und Dienstleistungen ohne Öl war das Resultat der anhaltenden Erholung der Binnennachfrage des Euroraums.

Abbildung C

Aufschlüsselung der Veränderungen der Warenhandelsbilanz und Veränderungen der Leistungsbilanz im Zeitraum 2014-2015

(in % des BIP)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Das Warenhandels saldo wird aus den Daten der Außenhandelsstatistik von Eurostat ermittelt. Für die einzelnen Euro-Länder wird die Veränderung des Vierquartalsdurchschnitts bis zum dritten Jahresviertel 2015 gegenüber dem Wert für das Gesamtjahr 2014 gemessen. Die jüngsten Angaben für die Länder des Euroraums beziehen sich auf das dritte Quartal 2015 und jene für das Euro-Währungsgebiet insgesamt auf das vierte Quartal 2015.

³ Das Primäreinkommen besteht hauptsächlich aus dem Saldo der Vermögenseinkommen, während das Sekundäreinkommen dem Saldo der Übertragungen entspricht.

Der jüngste Ölpreisrückgang hatte zudem eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz vieler Euro-Mitgliedstaaten zur Folge (siehe Abbildung C).

Im Zeitraum von 2014 bis 2015 verzeichneten alle Länder des Euroraums eine Verringerung ihres Ölhandelsdefizits, wobei sich die Veränderung in einer Größenordnung von 0,1 % des BIP (Litauen) bis 1,4 % des BIP (Zypern) bewegte. In vielen Fällen war diese Entwicklung auch der ausschlaggebende Faktor für die Verbesserung der Leistungsbilanz im Jahr 2015. Insbesondere auch die in Deutschland in diesem Zeitraum beobachtete Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses ist größtenteils dem geringeren Ölhandelsdefizit geschuldet.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der jüngste Ölpreisrückgang zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses des Euro-

Währungsgebiets von knapp 1 % des BIP führte. Die von den Terminmärkten abgeleitete Preisentwicklung deutet gegenwärtig auf einen allmählichen Anstieg der Ölnotierungen in den nächsten Jahren hin.⁴ Sofern sich Öl tatsächlich verteuert, könnte sich die ölpreisbedingte Leistungsbilanzverbesserung im Eurogebiet auf mittlere Sicht teilweise wieder umkehren (siehe Kasten 2).

⁴ Siehe „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016“, abrufbar unter www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html

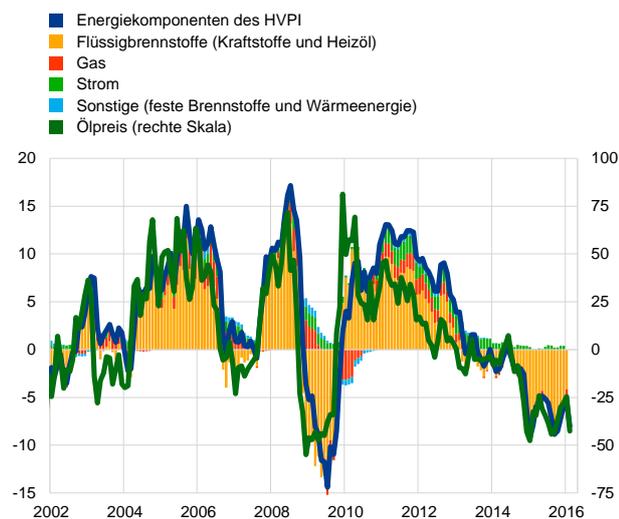
Kasten 6

Ölpreise und Verbraucherpreise für Energie im Euro-Währungsgebiet

Der deutliche Negativeinfluss, den die Energiepreise derzeit auf die HVPI-Gesamtinflation ausüben, ist in erster Linie eine Folge von Änderungen der Ölpreise in Euro (siehe Abbildung A). Obschon die Beziehung zwischen der Entwicklung der Rohölpreise und der Verbraucherpreise für Energie insgesamt relativ eng ist, findet keine strenge Eins-zu-eins-Weitergabe statt. Dabei

Abbildung A
Ölpreise und Energiekomponenten des HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Bloomberg, BIZ und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016 (Vorausschätzung für den HVPI; Aufschlüsselung liegt nicht vor).

unterscheidet sich der Gleichlauf für die einzelnen Hauptenergiekomponenten hinsichtlich Intensität und zeitlichem Auftreten.¹ Vor dem Hintergrund des jüngsten Preisverfalls bei Rohöl werden im vorliegenden Kasten einige wesentliche Faktoren beleuchtet, die die gleichgerichtete Bewegung der Ölpreise und der Verbraucherpreise für Energie im Euroraum durch Automatismus-Grad, Größenordnung und zeitliches Auftreten beeinflussen können. Da sich diese Faktoren bei den Teilkomponenten der Energiepreise unterscheiden können, werden sie für Flüssigbrennstoffe, Gas und Strom separat bewertet.

Änderungen der Verbraucherpreise für Flüssigbrennstoffe sind auf eine direkte, vollständige und rasche Weitergabe der Entwicklung der Rohölpreise zurückzuführen.

Diese Weitergabe ist üblicherweise innerhalb weniger Wochen messbar.² Auf die sehr kurze Sicht werden Preisänderungen bei Rohöl tendenziell von Raffinerie- und Vertriebskosten sowie -margen leicht abgefedert; diese weisen über längere Horizonte jedoch eine stabilere und unabhängigere Entwicklung auf. So

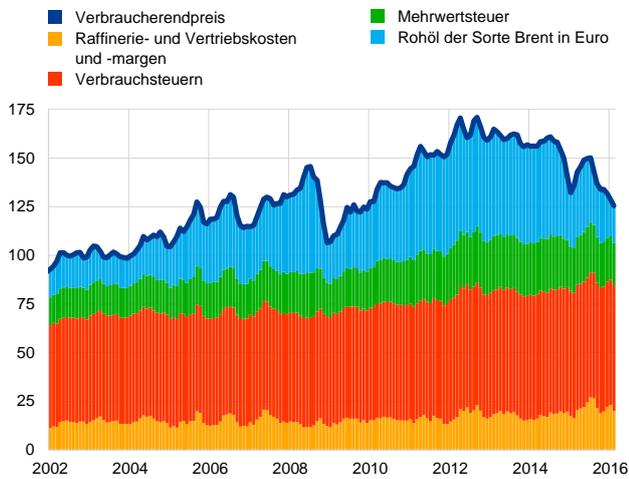
sind bei Benzin die Raffinerie- und Vertriebskosten und -margen seit der zweiten Jahreshälfte 2015 leicht gestiegen, aber diese Entwicklung wurde von den sehr starken Preisschwankungen bei Rohöl vollständig überdeckt (siehe Abbildung B). Indirekte Steuern machen einen Großteil des Verbraucherendpreises für Flüssigbrennstoffe aus. Verbrauchsteuern werden in Euro-Cent je Liter festgesetzt und korrelieren nicht mit den Ölpreisen. Die Mehrwertsteuer wird prozentual anhand des Preises einschließlich Verbrauchsteuern erhoben und weist daher einen

¹ Siehe auch EZB, Energy markets and the euro area macroeconomy, Structural Issues Report 2010 (auch veröffentlicht als Occasional Paper Series der EZB, Nr. 113). Siehe vor allem Abschnitt 3.2.

² Im Durchschnitt des Euroraums wirken Preisänderungen zu rund 75 % innerhalb von drei Wochen und zu über 90 % innerhalb von fünf Wochen durch. Siehe A. Meyler, The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices, in: Energy Economics, Bd. 31, Nr. 6, November 2009, S. 867-881.

Abbildung B Aufschlüsselung der Verbraucherpreise für Benzin

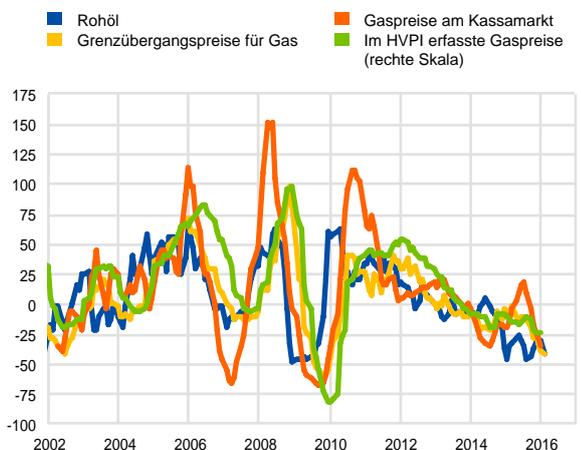
(in Euro-Cent je Liter)



Quellen: BIZ, Bloomberg, Oil Bulletin der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Abbildung C Rohöl, Großhandels- und Verbraucherpreise für Gas

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Bloomberg, BIZ, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Gleichlauf zu den Rohölpreisen auf. Der seit Juli 2014 im Eurogebiet insgesamt beobachtete Rückgang der Verbraucherpreise für Flüssiggas um rund 25 % war auf die mehr oder weniger vollständige Weitergabe der umfangreichen Verbillichung (in Euro gerechnet um über 60 %) von Rohöl zurückzuführen.³

Maßgeblich für die Entwicklung der Verbraucherpreise für Gas sind im Wesentlichen die Gaspreise im Großhandel, die nicht zwangsläufig mit den Ölpreisen korrelieren. Die Großhandelspreise für Gas – vor allem die vertraglich vereinbarten

Grenzübergangspreise – waren in Europa traditionell im Rahmen langfristiger Vereinbarungen an die Ölpreise gebunden, wobei sich die Anpassung an den Ölpreis mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa drei bis sechs Monaten vollzog. Mit der Entwicklung von Kassamärkten in Europa hat diese Anbindung jedoch an Bedeutung verloren, was impliziert, dass sich die Kopplung der Gas-Verbraucherpreise an die Rohölpreise möglicherweise abschwächt. Der Anteil der an die Ölpreisentwicklung gekoppelten Gas-Bepreisung fiel zwischen 2005 und 2014 von 80 % auf 30 %.⁴

Trotz dieser Loslösung sind die Großhandelspreise für Gas in den letzten Jahren parallel zu den Rohölpreisen zurückgegangen (siehe Abbildung C). Diese Entwicklung ist allerdings eher Ausdruck des Verhältnisses von Gasangebot und -nachfrage in Europa als einer automatischen Anbindung an die Ölpreisentwicklung.⁵ Ähnlich wie bei den Preisen für Flüssiggas erklärt sich der Abstand zwischen den Großhandels- und Verbraucherpreisen für Gas aus den Kosten für das Gasnetz und den Vertriebskosten und -margen sowie den Steuern.⁶ Veränderungen der Großhandelspreise für Gas werden im Allgemeinen mit einer kurzen Verzögerung von drei bis sechs Monaten an die Verbraucher weitergegeben. Die zeitverzögerte

³ Der hohe Verbrauchsteueranteil impliziert, dass die Elastizität der Verbraucherpreise bezogen auf die Ölpreise (d. h. die prozentuale Veränderung des Verbraucherpreises als Reaktion auf die jeweilige prozentuale Veränderung des Ölpreises) bei niedrigen/hohen Ölpreisen relativ niedrig/hoch ist.

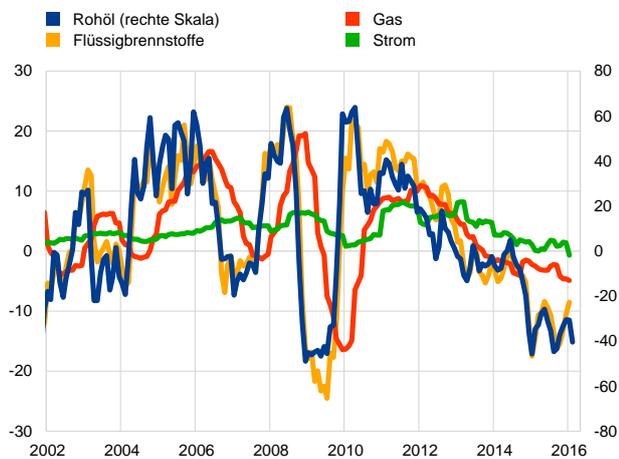
⁴ Siehe International Gas Union, Wholesale Gas Price Survey – Ausgabe 2015. Siehe auch Europäische Kommission, Quarterly Report on European Gas Markets, Bd. 8, Ausgabe 3, drittes Quartal 2015.

⁵ Aufgrund der Kosten, die mit dem Gastransport (welcher Verflüssigungs- und Wiederverdampfungsanlagen erfordert) verbunden sind, ist eine internationale Arbitrage (z. B. mit Gas aus den Vereinigten Staaten) nur in relativ begrenztem Umfang möglich und nur dann profitabel, wenn die Preisunterschiede relativ groß sind.

⁶ Im Durchschnitt der Jahre 2014 und 2015 machten die Großhandelspreise für Gas etwa 40 % der Verbraucherpreise für Gas aus, der Anteil der Vertriebskosten und -margen lag bei rund 33 % und jener der Steuern und Abgaben bei gut 25 % (EZB-Berechnungen anhand der von Eurostat und Haver Analytics bereitgestellten Daten).

Abbildung D Rohölpreise und Verbraucherpreise für Energiekomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Bloomberg, BIZ und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016 (Rohöl) bzw. Januar 2016 (Energiekomponenten des HVPI).

Weitergabe bedeutet auch, dass die Vertriebskosten und -margen zunächst tendenziell sinken, sobald sich die Großhandelspreise erhöhen und umgekehrt, aber anschließend wieder auf ihr Niveau zurückkehren. Seit Juli 2014 sind bei Gas die Großhandelspreise im Euroraum um 33 % und die Verbraucherpreise um rund 5 % gesunken.⁷

Die Verbraucherpreise für Strom sind nur in geringem Maße direkt an die Ölpreisentwicklung gekoppelt, was auf die vielen unterschiedlichen Arten der Stromerzeugung zurückzuführen ist.

Im Euro-Währungsgebiet erfolgt die Stromgewinnung hauptsächlich durch die Verbrennung fossiler Brennstoffe wie z. B. Gas oder Stein- und Braunkohle, die Nutzung erneuerbarer Energien wie Wasserkraft, Solar- und Windenergie oder den Einsatz von Atomkraft. Öl spielt bei der Stromproduktion nur eine untergeordnete Rolle. Aufgrund des Gleichlaufs der Gaspreise mit den Ölpreisen ist jedoch eine gewisse Korrelation mit den Strompreisen gegeben, die aber

deutlich schwächer ist und mit einer größeren zeitlichen Verzögerung zum Tragen kommt, als dies bei Flüssigbrennstoffen oder Gas der Fall ist (siehe Abbildung D). Zudem ist sie vor allem in Ländern zu beobachten, in denen der Gasanteil an der Stromerzeugung verhältnismäßig hoch ist. Im Jahr 2014 (dem letzten Jahr, für das Angaben von Eurostat vorliegen) entfielen im Euroraum durchschnittlich fast 40 % des Verbraucherpreises für Strom auf Energie- und Versorgungskosten, rund 25 % auf Netzkosten und der Rest – ungefähr 33 % – auf Steuern und Abgaben. Seit Juli 2014 sind die Strompreise im Eurogebiet gestiegen (um etwa 1 %), haben sich Anfang 2016 in jährlicher Betrachtung jedoch leicht verringert.

Insgesamt spiegelt der derzeitige negative Preisauftrieb bei Energie auf der Verbraucherstufe den Einfluss des Ölpreisrückgangs wider, der sich vor allem über die Verbraucherpreise für Flüssigbrennstoffe niederschlägt.

Die Verbraucherpreise für Flüssigbrennstoffe (Kraftstoffe und Heizöl), die annähernd die Hälfte der Energiekomponente ausmachen, weisen die unmittelbarste, stärkste und rascheste Bindung an die Ölpreisentwicklung auf. Demgegenüber besteht bei den Verbraucherpreisen für Gas und insbesondere für Strom tendenziell eine indirektere und schwächere Kopplung an den Ölpreis, und diese reagieren mit einer größeren zeitlichen Verzögerung auf Änderungen der Ölnotierungen. Anhand der Öl-, Gas- und Strompreise sowie der Marktterminkurse ist davon auszugehen, dass sich die Verbraucherpreise für Energie – sowohl für Flüssigbrennstoffe als auch für Gas – weiterhin nachteilig auf die Inflation im Jahr 2016 auswirken, während sich die Verbraucherpreise für Strom nach wie vor verhalten entwickeln dürften.

⁷ In allen Euro-Ländern waren die Verbraucherpreise für Gas rückläufig, allerdings in unterschiedlichem Maße, wofür zum Teil länderspezifische regulatorische Änderungen verantwortlich waren.

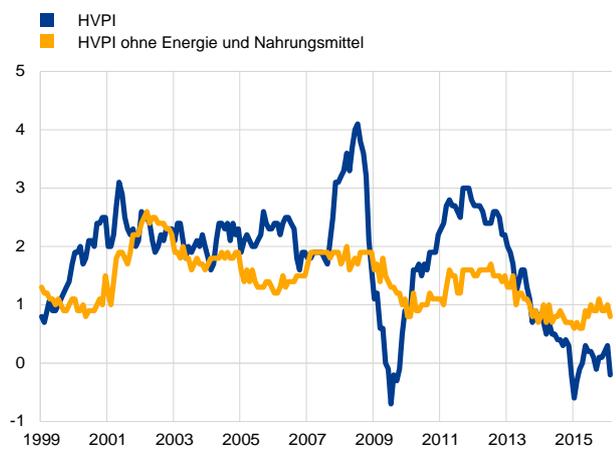
Kasten 7

Das Verhältnis zwischen HVPI und HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel

Abbildung A

Teuerung nach dem HVPI des Euro-Währungsgebiets und dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016.

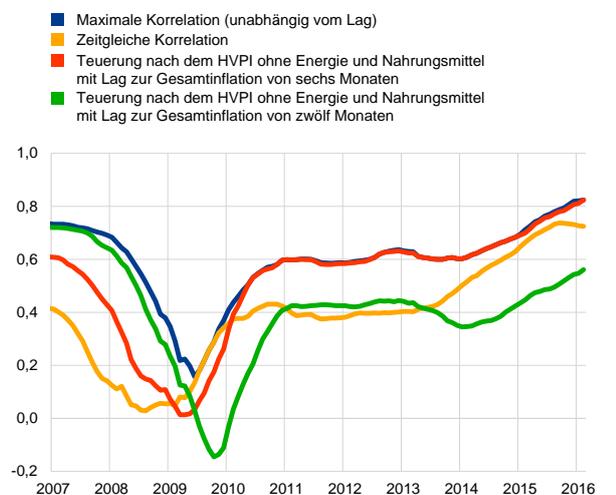
Während die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet seit Ende 2014 sehr niedrige oder sogar negative Raten aufweist, bewegt sich die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel um ein Niveau von 1 %

(siehe Abbildung A). Dass die Gesamtinflation und die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel deutlich auseinanderklaffen, ist nicht neu, obschon in der Vergangenheit häufiger ein gegenteiliges Muster (d. h. eine im Vergleich höhere Gesamtinflation) zu beobachten war. Angesichts einer Gesamtinflation, die seit 2014 unterhalb der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel liegt, ist das Interesse an dem zwischen beiden Inflationsmessgrößen bestehenden Verhältnis und der Bedeutung der letztgenannten Messgröße für die wirtschaftliche Analyse der geldpolitischen Strategie der EZB wieder aufgeflammt.

Abbildung B

Korrelationen zwischen und Lag-Struktur von Gesamtinflation und Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel

(Korrelationskoeffizient)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Korrelationen werden auf der Grundlage eines rollierenden Zeitfensters von acht Jahren berechnet. Die Betrachtung anderer Zeiträume, z. B. eines rollierenden Zeitfensters von fünf Jahren, ergibt qualitativ ähnliche Ergebnisse.

Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und die Gesamtinflation weisen in der Regel einen relativ engen Gleichlauf auf, wobei sich die erstgenannte Rate zeitlich verzögert zur letztgenannten entwickelt. Die Nachlaufzeit (Lag), mit der die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel am stärksten mit der Gesamtinflation

korreliert, hat sich seit Beginn der Finanzkrise verkürzt. Zur Veranschaulichung zeigt Abbildung B, dass nach der Krise bei einer sechsmonatigen Verzögerung (rote Linie) ein stärkerer Gleichlauf zu verzeichnen war als bei einer zwölfmonatigen Verzögerung (grüne Linie). Die Tatsache, dass die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf kurze Sicht der Gesamtinflation nachläuft, steht vor allem damit in Zusammenhang, dass Rohstoffpreisschocks unterschiedlich rasch an die einzelnen HVPI-Komponenten weitergegeben werden. So wirkt ein Ölpreisschock fast unverzüglich auf die HVPI-Energiekomponente und damit auf die HVPI-Gesamtinflation durch, während die Weitergabe an andere HVPI-Komponenten über indirekte

Auswirkungen und möglicherweise Zweitrundeneffekte mit zeitlicher Verzögerung erfolgt. Die kürzere Nachlaufzeit, bei der in den letzten Jahren eine maximale Korrelation zu beobachten war, könnte auf eine leicht beschleunigte Überwälzung schließen lassen, aber auch einfach Ausdruck gleichzeitigen Auftretens und gleicher Wirkrichtung von Ölpreisschocks und sonstigen Schocks sein, welche die HVPI-Komponenten ohne Energie beeinflussen.

Anhand der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel lässt sich die kurzfristige Entwicklung der Gesamtinflation nur schlecht vorhersagen; in Bezug auf mittelfristige Inflationstrends hingegen ist ihre Prognosekraft höher als jene der Gesamtinflationsrate selbst. Diese auf kurze Sicht schwächere Prognoseleistung der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel ergibt sich aus der Tatsache, dass sie der Gesamtinflation zeitverzögert folgt. Tabelle 1 zeigt die Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (WMQF) für Prognosen zur Gesamtinflation in 3, 6, 12 und 24 Monaten für sowohl die Gesamtinflation als auch die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Für kürzere Zeithorizonte, also drei und sechs Monate, liefert die aktuelle Gesamtinflation genauere Prognosen als die aktuelle Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, wohingegen anhand der letztgenannten Rate bessere Prognoseergebnisse in Bezug auf die Gesamtinflation in 12 und 24 Monaten erzielt werden. Dies entspricht einer Situation, in der einmalige Preisschocks infolge von Rohstoffpreisänderungen die Gesamtinflationsrate lediglich für die nachfolgenden zwölf Monate, nicht aber über einen längeren Zeitraum hinweg, beeinflussen. Der statistische Befund, demzufolge der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel eine bessere Prognosekraft in Bezug auf den mittelfristigen Inflationsdruck zukommt, resultiert daraus, dass diese Rate weniger „verrauscht“ ist als die Gesamtinflation, was durch alle in der Tabelle dargestellten Messgrößen der Volatilität bekräftigt wird. Für den Blick über die kurzfristigen Schocks hinaus ist die Betrachtung der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel daher sinnvoll.

Tabelle

Mittelwert, Volatilität und Prognosekraft hinsichtlich der Gesamtinflation von Januar 1999 bis Februar 2016

| | Mittelwert | Volatilität | | | Prognosekraft hinsichtlich der Gesamtinflation für unterschiedliche Zeithorizonte | | | |
|--|----------------------------------|--------------------|-----------------------|-------------------------------|---|---------------|----------------|----------------|
| | Durchschnittliche Inflationsrate | Standardabweichung | Variationskoeffizient | Mittlere absolute Veränderung | WMQF 3 Monate | WMQF 6 Monate | WMQF 12 Monate | WMQF 24 Monate |
| Gesamtinflation | 1,79 | 0,95 | 0,53 | 0,18 | 0,50 | 0,75 | 1,18 | 1,36 |
| Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel | 1,43 | 0,46 | 0,32 | 0,11 | 0,91 | 0,95 | 1,02 | 1,14 |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Variationskoeffizient stellt den Quotienten aus Standardabweichung und Mittelwert dar. Die mittlere absolute Veränderung ist der Durchschnitt des absoluten Werts der ersten Differenz einer jeden Inflationsmessgröße gegenüber dem Vormonat. Die WMQF ist die Quadratwurzel der durchschnittlichen quadratischen Differenz gegenüber der künftigen Gesamtinflationsrate in 3, 6, 12 und 24 Monaten. Die Statistiken basieren auf jährlichen Wachstumsraten.

Eine „ideale“ Messgröße des zugrunde liegenden Preistrends hingegen ist diese Rate nicht.¹ Für die Kerninflation gibt es keine allgemein anerkannte Definition, aber in der Praxis sollte eine derartige Messgröße die persistenteren

¹ Eine tiefer gehende Betrachtung dieses Themas findet sich in EZB, Sind HVPI-Teilindizes geeignete Messgrößen für die Kerninflation?, Kasten 5, Monatsbericht Dezember 2013.

Inflationskomponenten abdecken und so den Inflationstrend abbilden. Allerdings kann die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel jederzeit durch vorübergehende Faktoren beeinflusst werden, die auf die mittlere Frist keinerlei Auswirkungen haben (z. B. indirekte Effekte, die sich aus der Rohstoffpreisentwicklung, veränderten administrierten Preisen, indirekten Steuern oder Kalendereffekten ergeben). Des Weiteren können die außer Acht gelassenen Komponenten Energie und Nahrungsmittel wiederum eine dauerhaftere Entwicklung aufweisen, z. B. aufgrund von Rohstoffpreistrends, wie zu Beginn der 2000er-Jahre beobachtet wurde. Eine solche Dynamik könnte sich mittelfristig auf die Inflationsrate auswirken und sollte daher durch eine Messgröße des zugrunde liegenden Preistrends abgedeckt werden. Die Tatsache, dass die Preise für Nahrungsmittel und Energie eine persistente Komponente beinhalten können, spiegelt sich darin wider, dass die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel einen verzerrten Indikator der Gesamtinflation auf mittlere Sicht darstellt, da ihr langfristiger Durchschnitt unter jenem der Gesamtteuerungsrate liegt. Im Jahresdurchschnitt sind die Energiepreise seit 1999 um knapp 4 % gestiegen, weswegen die durchschnittliche Gesamtinflation und die durchschnittliche Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auseinanderklaffen.

Die EZB hat ihr Preisstabilitätsziel im Wesentlichen deshalb auf Basis der Gesamtinflation formuliert, weil diese zur Messung der Kaufkraft der Bürgerinnen und Bürger von Bedeutung ist. Die Verbraucher sind vornehmlich am Erhalt der Kaufkraft einer Währung interessiert, und diese wird am repräsentativsten Preisindex einschließlich Energie und Nahrungsmittel (die rund 30 % des Warenkorbs ausmachen) gemessen. Darüber hinaus unterliegt jede Inflationsmessgröße, die bestimmte Warenkorbpositionen außer Acht lässt, einer gewissen Willkürlichkeit, welche die Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Zielsetzung in Frage stellen könnte.

Durch die Ausrichtung der Geldpolitik der EZB auf die mittlere Frist wird sichergestellt, dass der kurzfristigen Inflationsentwicklung keine übermäßig große Bedeutung beigemessen wird. Das nur sehr unzureichende Maß an Kontrolle, das Zentralbanken kurzfristig auf jedwede Inflationsmessgröße ausüben können, ist der Hauptgrund dafür, dass die geldpolitische Strategie der EZB anhand der Preisstabilität auf mittlere Sicht formuliert wird. Die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik ermöglicht einen über vorübergehende Entwicklungen hinausgehenden Blick und eine Fokussierung auf den zugrunde liegenden Preistrend. Zwar kann die Zentralbank unter gewissen Umständen die Länge der mittleren Frist, innerhalb derer sie die Inflation wieder mit ihrem Zielwert in Einklang bringen muss, ausweiten, doch lässt sich dieser Zeitraum nicht dergestalt ausdehnen, dass es den Bürgerinnen und Bürgern nicht mehr möglich ist, sinnvoll nachzuvollziehen, ob das Ziel der Zentralbank erreicht oder verfehlt wurde.

Entsprechend diesen Überlegungen orientieren sich alle Zentralbanken in den wichtigsten Industrieländern bei der Formulierung ihrer Preisstabilitätsziele an der Gesamtinflation. Dennoch überwachen viele Notenbanken einschließlich der EZB zur Messung von Inflationstrends eine große Anzahl von Indikatoren des zugrunde liegenden Preistrends, in denen die kurzfristige Volatilität nicht berücksichtigt wird. Neben der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und

Nahrungsmittel beobachtet die EZB verschiedene auf der Ausschlussmethode basierende Inflationmessgrößen und modellbasierte Indikatoren sowie die Entwicklung der langfristigen Inflationserwartungen.²

² Siehe EZB, Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht?, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2015, Juli 2015, und EZB, Jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Februar 2011.

Kasten 8

Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015

Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht – ein im November 2011 eingeführtes Instrument zur gesamtwirtschaftlichen Überwachung – kam im laufenden Jahr das fünfte Mal zur Anwendung. Es dient dazu, das Auftreten schädlicher makroökonomischer Ungleichgewichte in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union zu verhindern und bei übermäßigen Ungleichgewichten korrigierend einzugreifen. Nach einer jeweils im Herbst durchgeführten Vorabprüfung auf Basis bestimmter Indikatoren nimmt die Europäische Kommission in ihren jährlichen Länderberichten eine eingehende Überprüfung ausgewählter Mitgliedstaaten vor, um das Ausmaß etwaiger Ungleichgewichte zu beurteilen. Sofern Ungleichgewichte festgestellt werden, richtet der Rat der Europäischen Union im Rahmen der präventiven Komponente des Verfahrens auf Kommissionsempfehlungen basierende Politikempfehlungen an den betreffenden Mitgliedstaat. Werden die Ungleichgewichte indes als übermäßig erachtet, so ist – auf Grundlage einer entsprechenden Kommissionsempfehlung – die Einleitung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (korrektive Komponente) vorgesehen.¹ Das Land muss dann einen Korrekturmaßnahmenplan vorlegen, in dem es erläutert, wie diese übermäßigen Ungleichgewichte behoben werden sollen. Reicht es wiederholt keinen adäquaten Plan ein oder hält es sich nicht an den gebilligten Plan, kann der Rat finanzielle Sanktionen gegen das betreffende Land verhängen.

Ergebnisse der Bewertung der Europäischen Kommission

Am 8. März 2016 konstatierte die Europäische Kommission für fünf Länder (Bulgarien, Frankreich, Kroatien, Italien und Portugal) übermäßige Ungleichgewichte (siehe Tabelle A). Bereits im vergangenen Jahr hatte die Prüfung ergeben, dass in den genannten Staaten ein übermäßiges Ungleichgewicht vorliegt. Für Deutschland, Irland, Spanien, die Niederlande, Slowenien, Finnland und Schweden wurden makroökonomische Ungleichgewichte festgestellt. Allerdings ist bei diesen Ländern kein direkter Vergleich mit den Ergebnissen des Vorjahres möglich, da drei der

¹ Siehe Erwägungsgrund 22 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. November 2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte.

2015 zur Beurteilung der Ungleichgewichte verwendeten Kategorien zu einer Kategorie zusammengefasst wurden,² in die nunmehr alle Ungleichgewichte fallen, die nicht so schwerwiegend sind, dass sie als übermäßig einzustufen wären. Eine weitere Änderung im diesjährigen Verfahren ergibt sich aus dem Beschluss der Kommission, alle Länder dieser neuen Kategorie einem spezifischen Monitoring zu unterziehen; im Jahr 2015 kam dieses nur für jene Staaten zur Anwendung, in denen gravierendere Ungleichgewichte konstatiert wurden. Dabei hängt die Ausgestaltung des Monitoring-Verfahrens von der Schwere der Situation im betreffenden Land ab. Ferner stellte die Kommission das Verfahren gegen Belgien, Ungarn, Rumänien und das Vereinigte Königreich ein, da die 2015 beobachteten Ungleichgewichte nicht mehr bestanden. Auch in Estland und Österreich, die in diesem Jahr ebenfalls einer eingehenden Überprüfung unterzogen wurden, stellte die Kommission keine Ungleichgewichte fest. Somit hat sich die Anzahl der Länder ohne makroökonomische Ungleichgewichte im Vergleich zum Vorjahr erhöht. Dies dürfte jedoch eher damit zusammenhängen, dass das Augenmerk der Überprüfung nun stärker auf Ländern mit verschärften Ungleichgewichten liegt, und weniger auf den Erfolg politischer Maßnahmen zurückzuführen sein, denn Reformen wurden insgesamt nur recht schleppend umgesetzt (siehe Tabelle B).

Tabelle A

Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 – Schlussfolgerungen der Europäischen Kommission

| 1) Keine Ungleichgewichte | | 2) Ungleichgewichte | | | | 3) Übermäßige Ungleichgewichte | | 4) Übermäßige Ungleichgewichte und korrektive Komponente | |
|---------------------------|------|-------------------------|---------------------------------------|---|-------------------------------------|--------------------------------|------|--|------|
| 2015 | 2016 | 2015 | | | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| | | a) politische Maßnahmen | b) entschlossene politische Maßnahmen | c) entschlossene politische Maßnahmen und spezifisches Monitoring | Abgestuftes spezifisches Monitoring | Spezifisches Monitoring | | | |
| CZ | BE* | BE | DE | IE | DE | BG | BG | | |
| DK | CZ | NL | HU | ES | IE | FR** | FR | | |
| EE | DK | RO | | SI | ES | HR** | HR** | | |
| LV | EE* | FI | | | NL | IT | IT | | |
| LT | LV | SE | | | SI | PT | PT** | | |
| LU | LT | UK | | | FI | | | | |
| MT | LU | | | | SE | | | | |
| AT | HU* | | | | | | | | |
| PL | MT | | | | | | | | |
| SK | AT* | | | | | | | | |
| | PL | | | | | | | | |
| | RO* | | | | | | | | |
| | SK | | | | | | | | |
| | UK* | | | | | | | | |

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Im Jahr 2015 wurden Länder, die Ungleichgewichte aufwiesen, in drei Kategorien eingeordnet – a) Ungleichgewichte, die politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern, b) Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern, und c) Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern. Diese drei Kategorien wurden 2016 zu einer Kategorie zusammengefasst. Die Europäische Kommission beabsichtigt nunmehr, für alle Länder – unabhängig davon, ob sie ein Ungleichgewicht oder ein übermäßiges Ungleichgewicht aufweisen – ein spezifisches Monitoring (mit unterschiedlichen Abstufungen) durchzuführen. * Diese Länder wurden 2016 einer eingehenden Überprüfung unterzogen. Für die übrigen Länder in dieser Spalte wurden bereits im ersten Verfahrensschritt (dem Warnmechanismusbericht) keine Ungleichgewichte festgestellt. ** Für Kroatien und Portugal wird die Kommission gesondert prüfen, ob die nationalen Reformprogramme ausreichend ehrgeizige Maßnahmen beinhalten. Nur wenn dies bestätigt wird, sieht sie von einer Einleitung des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (korrektive Komponente) ab. Dieses Vorgehen entspricht der Verfahrensanwendung für Frankreich und Kroatien im Jahr 2015.

Obwohl die Europäische Kommission in fünf Ländern ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt hat, schlägt sie keine Verfahrenseinleitung (korrektive Komponente) vor. Die Kommission hat sich somit erneut gegen die volle

² Drei der bisher verwendeten Kategorien („Ungleichgewichte, die politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern“, „Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern“ und „Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern“) wurden zu einer Kategorie („Ungleichgewichte“) zusammengefasst.

Ausschöpfung der ihr zur Verfügung stehenden Mittel entschieden. Allerdings wurden die Länder mit einem übermäßigen Ungleichgewicht aufgefordert, ehrgeizige politische Maßnahmen in ihren bis April einzureichenden nationalen Reformprogrammen vorzusehen. So hat die Kommission angekündigt, besonders die Reformprogramme Kroatiens und Portugals gründlich zu prüfen und die Einleitung des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht gegen diese Länder im Mai 2016 zu erwägen, wenn die erforderlichen Politikmaßnahmen nicht eingeplant wurden.

Um die Glaubwürdigkeit und die Wirksamkeit des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht sicherzustellen, muss nachträglich überprüft werden, ob die nationalen Regierungen die Reformen, zu denen sie sich verpflichtet haben, tatsächlich umsetzen. Hierzu beurteilt die Europäische Kommission einmal jährlich, inwieweit die Mitgliedstaaten den an sie gerichteten länderspezifischen Empfehlungen nachgekommen sind. Die Umsetzung der Empfehlungen für 2015 wurde in den von der Kommission am 26. Februar 2016 veröffentlichten Länderberichten bewertet.

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015

Insgesamt haben die EU-Mitgliedstaaten noch nicht genug unternommen, um die zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlungen 2015 erforderlichen Reformen umzusetzen (siehe Tabelle B). Die Kommission kommt zu dem Ergebnis, dass in Bezug auf die Umsetzung des Großteils der Reformempfehlungen (über 90 %) nur „einige“ bzw. „begrenzte“ Fortschritte erzielt wurden; lediglich vereinzelt konnten den Ländern „substanzielle Fortschritte“ bzw. eine „vollständige Umsetzung“ bescheinigt werden. Die schwache Reformdynamik steht im deutlichen Widerspruch zu dem im Vorjahr festgestellten Anstieg der Anzahl von Ländern mit übermäßigen Ungleichgewichten. Obwohl die im letzten Jahr ermittelten fünf Länder

Tabelle B

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015 – Bewertung durch die Europäische Kommission

| | BE | BG | CZ | DK | DE | EE | IE | ES | FR | HR | IT | LV | LT | LU | HU | MT | NL | AT | PL | PT | RO | SI | SK | FI | SE | UK | | |
|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Empfehlung 1 | Keine Fortschritte |
| Empfehlung 2 | Keine Fortschritte |
| Empfehlung 3 | Keine Fortschritte |
| Empfehlung 4 | Keine Fortschritte |
| Empfehlung 5 | Keine Fortschritte |
| Empfehlung 6 | Keine Fortschritte |
| „MIP 2016“-Kategorie | (1) | (3) | (1) | (1) | (2) | (1) | (2) | (2) | (3) | (3) | (3) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (2) | (1) | (1) | (3) | (1) | (2) | (1) | (2) | (2) | (1) | | |

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Keine Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlungen weder Maßnahmen angekündigt noch verabschiedet. Diese Kategorie findet auch Anwendung, wenn der Mitgliedstaat eine Arbeitsgruppe mit der Prüfung möglicher Maßnahmen beauftragt hat. Begrenzte Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlungen einige Maßnahmen angekündigt; diese erscheinen jedoch unzureichend bzw. ihre Verabschiedung/Umsetzung ist gefährdet. Einige Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat zur Erfüllung der länderspezifischen Empfehlungen Maßnahmen angekündigt oder verabschiedet. Diese sind erfolgversprechend, jedoch wurden nicht alle Maßnahmen umgesetzt und die Umsetzung ist nicht in allen Fällen sichergestellt. Substanzielle Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen verabschiedet, die größtenteils umgesetzt wurden und ein gutes Stück dazu beitragen, den länderspezifischen Empfehlungen nachzukommen. Vollständige Umsetzung: Der Mitgliedstaat hat zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen geeignete Maßnahmen verabschiedet und umgesetzt. Keine Überprüfung: Einstufung von Ländern, bei denen sich Empfehlung 1 größtenteils oder ausschließlich auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt bezieht; dessen Einhaltung wird die Europäische Kommission im Frühjahr 2016 überprüfen. Die „MIP 2016“-Kategorien entsprechen den in Tabelle A aufgeführten Kategorien, die im Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2015 verwendet wurden.

mit übermäßigen Ungleichgewichten eine größere Anfälligkeit aufwiesen, erreichten sie im Schnitt kein wesentlich höheres Umsetzungstempo als der Durchschnitt der EU-Mitgliedstaaten. Wie bereits angemerkt, ist diese Entwicklung besorgniserregend, hatten doch jene Länder mit ihrer Zusage, im Jahr 2015 ehrgeizige Reformen in Angriff zu nehmen, die Kommission dazu bewegt, von der Eröffnung des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht abzusehen. Es ist daher fragwürdig, ob sich die Kommission bei ihren Entscheidungen für oder gegen eine Verfahrenseinleitung auf bloße Reformankündigungen verlassen kann.

Die Reformanstrengungen haben sogar noch nachgelassen, obwohl weniger Empfehlungen ausgesprochen wurden. Im Jahr 2015 kam die Europäische Kommission zu dem Schluss, dass die meisten Mitgliedstaaten bei der Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2014 nur „einige“ oder „begrenzte“ Fortschritte erzielt hatten. In diesem Jahr ist die Anzahl der Fälle, in denen die Kommission „substanzielle Fortschritte“ oder eine „vollständige Umsetzung“ bescheinigen konnte, sogar noch mehr gesunken, nämlich auf 4 % gegenüber 7 % im Jahr 2014. Die weiter nachlassende Reformdynamik gibt umso mehr Anlass zur Sorge, als die Kommission die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen deutlich gesenkt hat (um rund ein Drittel von 157 im Jahr 2014 auf 102 im Jahr 2015), damit die Mitgliedstaaten Schwerpunkte setzen und sich auf makroökonomisch und sozialpolitisch relevante Bereiche konzentrieren können.

Insgesamt haben die Länder im Verhältnis weniger Empfehlungen zu den Güter- als zu den Arbeitsmärkten umgesetzt. In ihrer Bewertung kommt die Kommission zu dem Ergebnis, dass bei rund 70 % der länderspezifischen Empfehlungen, die Gütermarktreformen betreffen, „keine“ oder „begrenzte“ Fortschritte erzielt wurden. Bei den Arbeitsmarktreformen beläuft sich dieser Anteil auf etwa 50 %, sodass die Umsetzungsquote hier deutlich höher ist. In den länderspezifischen Empfehlungen zu Gütermarktreformen werden von den Mitgliedstaaten beispielsweise folgende Maßnahmen gefordert: a) Abbau von Eintrittsbarrieren für neue Unternehmen in Netzwerkindustrien (wie z. B. Energie, Verkehr und Kommunikation), b) Öffnung zugangsbeschränkter Berufe und c) Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen, um den Wettbewerb zu fördern und ein allgemein unternehmensfreundliches Umfeld zu schaffen. Fortschritte in diesen Bereichen sind unbedingt notwendig, um ein höheres Produktivitätswachstum zu erreichen.

Auch die Förderung der Investitionstätigkeit war kein Schwerpunktthema. Reformen zur Ankurbelung des Investitionswachstums in Europa erstrecken sich über eine Vielzahl von Politikbereichen. Neben der branchenspezifischen Regulierung und der Regulierungsqualität in Bezug auf Gütermarktreformen spielen ebenso der Arbeitsmarkt, die Bildung, die Besteuerung, die Forschung und Entwicklung, die öffentliche Verwaltung, die Insolvenzrahmenbedingungen und das allgemeine Geschäftsumfeld eine wichtige Rolle. In Anbetracht des hohen Stellenwerts, den die Mitgliedstaaten der Durchführung entsprechender Reformen zuweisen,³ und der von der Europäischen Kommission ins Leben gerufenen

³ So wird beispielsweise in den vom Rat am 18. und 19. Juni 2015 verabschiedeten Grundzügen der Wirtschaftspolitik an erster Stelle die Förderung der Investitionstätigkeit genannt.

Investitionsoffensive zur Wiederbelebung der Investitionstätigkeit wäre eine höhere Reformumsetzungsquote zu erwarten gewesen. Der Kommission zufolge haben die Mitgliedstaaten lediglich „einige“ oder „begrenzte“ Fortschritte bei den länderspezifischen Empfehlungen zu Investitionen erzielt.

Ein wirksamer Einsatz des gesamten im Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht zur Verfügung stehenden Instrumentariums – einschließlich der korrektiven Komponente – könnte zur Erhöhung der Reformdynamik beitragen. Die weitere Verlangsamung des Umsetzungstempos von Reformen steht im deutlichen Widerspruch zur Notwendigkeit, die gravierendsten Anfälligkeiten der Volkswirtschaften vieler Euro-Länder zu beseitigen und ihre Widerstandskraft zu erhöhen. Die diesbezüglich magere Erfolgsbilanz der Mitgliedstaaten lässt vermuten, dass die politischen Zusagen in den nationalen Reformprogrammen und die wiederholten Aufforderungen der Kommission, entschlossene Maßnahmen zu ergreifen, keine hinreichend geeigneten Durchsetzungsmechanismen sind. Die Instrumente der korrektiven Komponente könnten eine Verstärkung der Reformanstrengungen bewirken und somit die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Länder sowie die Funktionsfähigkeit der WWU erhöhen.

Aufsätze

Übertragung von Produktionsschocks – die Rolle grenzüberschreitender Produktionsketten

Die Globalisierung hat zu einem rapiden Anstieg des Handels des Euro-Währungsgebiets geführt und den Aufbau internationaler Produktionsketten gefördert. Obgleich diese Entwicklung den Wohlstand weltweit steigert, da sie sich positiv auf die globale Arbeitsteilung (und damit auf Wachstum und Produktivität) auswirkt, bringt sie auch gewisse Herausforderungen mit sich. Je nachdem, welche Position der Euroraum bzw. seine Handelspartner in diesen Produktionsketten einnehmen, kann sich die Transmission wirtschaftlicher Störungen aus anderen Teilen der Welt auf das Eurogebiet komplexer gestalten, als sich dies mit herkömmlichen Handelsstatistiken erfassen lässt. Der vorliegende Aufsatz beschreibt die internationalen Wertschöpfungsketten, in die der Euroraum eingebunden ist, und analysiert ihre jeweilige Rolle bei der Übertragung wirtschaftlicher Produktionsschocks. Berücksichtigt man die endgültigen Bestimmungsländer der Exporte des Euro-Währungsgebiets, so lässt sich feststellen, dass die im Euroraum erwirtschaftete Wertschöpfung (einschließlich der Produkte, die weiterverarbeitet und durch große Handelspartner reexportiert werden) im Wesentlichen von fortgeschrittenen Volkswirtschaften, vor allem den Vereinigten Staaten, absorbiert wird. Somit dürfte das Eurogebiet verhältnismäßig stark von der Nachfrage in den Vereinigten Staaten beeinflusst werden, während sich beispielsweise die Entwicklung der Nachfrage in China, das einen Teil der Ausfuhren der Euro-Länder reexportiert, weniger stark auf den Euroraum auswirken dürfte.

1 Einleitung

Nach mehreren Jahrzehnten rasch fortschreitender Globalisierung und dem damit einhergehenden Ausbau der internationalen Produktionsketten ist die Welt heute vernetzter denn je. So können die Unternehmen ihre Produktion nun auf verschiedene Länder verteilen, die jeweils auf bestimmte Produktionsschritte spezialisiert sind, und vom Anstieg der weltweiten Arbeitsteilung profitieren. Zwar ist die zunehmende Verflechtung der Weltwirtschaft positiv zu werten, da die Verringerung der Produktionskosten und die Verbreitung von Know-how über Länder und Regionen hinweg das Wachstum fördern, doch kann sie auch zu einer veränderten Übertragung ausländischer Schocks auf den Euroraum führen.

In den Daten zum Handel auf Bruttobasis werden Handelsströme teilweise doppelt erfasst, da manche Exporte importierte Vorleistungen enthalten und andere Ausfuhren zu einem späteren Zeitpunkt wieder in das Ursprungsland

eingeführt werden.¹ Dies bedeutet, dass bei einer auf Bruttohandelsdaten basierenden Analyse die Bedeutung einiger Handelspartner ggf. überschätzt und jene anderer Handelspartner unterschätzt wird. Im vorliegenden Aufsatz werden Daten aus der World Input-Output Database² verwendet, um verschiedene Messgrößen der Handelsbeziehungen zu ermitteln, die in der Literatur über globale Wertschöpfungsketten und die Wertschöpfung im Handel identifiziert wurden. Ferner wird die Rolle der internationalen Produktionsketten bei der Übertragung ausländischer Produktionsschocks auf das Euro-Währungsgebiet untersucht. Um die Analyse zu vereinfachen, liegt der Schwerpunkt auf dem Handel mit vier der wichtigsten Handelspartner des Euroraums: die Vereinigten Staaten, China, das Vereinigte Königreich und Russland. Deren Betrachtung ist auch deshalb interessant, weil sie für unterschiedliche Arten des Handels von Bedeutung sind. Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die Entwicklung des Handels des Euroraums, wobei insbesondere die Beteiligung des Eurogebiets an den globalen Wertschöpfungsketten im Fokus steht und verschiedene, in der nachfolgenden Analyse verwendete Messgrößen des Handels erläutert werden. In Abschnitt 3 wird die wachsende Bedeutung externer Entwicklungen für das Euro-Währungsgebiet erörtert, indem die Wertschöpfung des Euroraums über die globalen Wertschöpfungsketten bis zum endgültigen Bestimmungsland nachverfolgt wird. In Abschnitt 4 werden die Folgen für die Übertragung von Produktionsschocks auf Grundlage der verschiedenen Messgrößen des Handels abgeschätzt, bevor in Abschnitt 5 eine abschließende Zusammenfassung folgt.

2 Merkmale des Handels des Euro-Währungsgebiets und Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten

Die technologischen und politischen Entwicklungen der letzten Jahrzehnte haben dem Welthandel Auftrieb verliehen, wobei der Handel innerhalb des Euroraums von der Gründung der Wirtschafts- und Währungsunion profitierte.

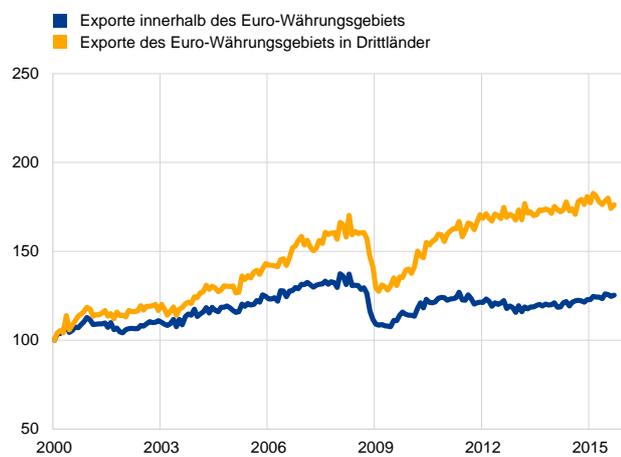
Der internationale Handel hat sich in den vergangenen Jahrzehnten aufgrund des technologischen Fortschritts und der damit einhergehenden Verringerung der Transport- und Kommunikationskosten deutlich ausgeweitet. Zudem war die Wirtschaftspolitik vieler Länder weitgehend darauf ausgerichtet, Handelshemmnisse zu beseitigen und Handelsabkommen zu schließen. Während große und bislang relativ geschlossene Länder wie z. B. China ihre Volkswirtschaften geöffnet haben und zu wichtigen Akteuren des Welthandels wurden, stärkte die weitere Integration der Europäischen Union mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 den Binnenmarkt für Exporteure aus dem Eurogebiet und erleichterte grenzüberschreitende Transaktionen.

¹ Siehe R. Koopman, Z. Wang und S. J. Wei, Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports, in: American Economic Review, Bd. 104, Nr. 2, 2014, S. 459-494, sowie R. C. Johnson und G. Noguera, Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added, in: Journal of International Economics, Bd. 86, Nr. 2, 2012, S. 224-236.

² Die World Input-Output Database ist das Ergebnis eines von der Europäischen Kommission finanzierten und von einer großen Anzahl von Forschungsinstituten durchgeführten Projekts. Nähere Einzelheiten zu der Datenbank finden sich in: M. P. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer und G. J. de Vries, An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production, in: Review of International Economics, Bd. 23, 2015, S. 575-605.

Abbildung 1**Warenexporte des Euro-Währungsgebiets**

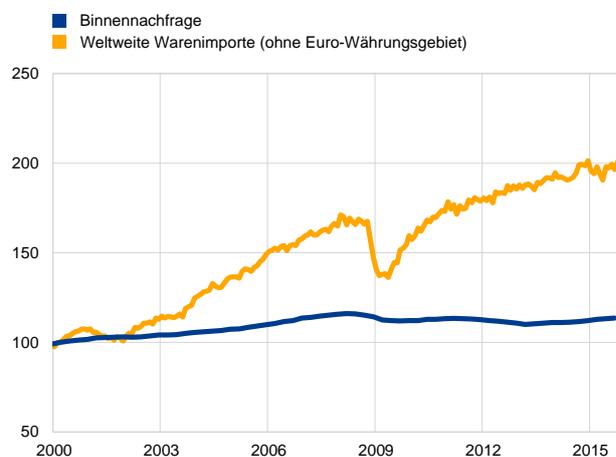
(Index: Januar 2000 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Dargestellt ist das Exportvolumen.

Abbildung 2**Weltweite Importe und Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet**

(Index: Q1 2000 = 100)



Quellen: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Binnennachfrage umfasst Gesamtinvestitionen, private Konsumausgaben und Konsumausgaben des Staates.

Die Expansion des Binnen- wie auch des Außenhandels des Euroraums führte zu einer zunehmenden Abhängigkeit des Euro-Währungsgebiets von außenwirtschaftlichen Entwicklungen.

Von 2000 bis Ende 2015 stiegen die Warenexporte innerhalb des Eurogebiets um rund 25 % an, während sich die Warenausfuhren in Drittländer um fast 75 % erhöhten (siehe Abbildung 1). Da die weltweiten Wareneinfuhren stärker zunahmen als die Binnennachfrage im Eurogebiet vergrößerte sich auch die Abhängigkeit des Euroraums von den wirtschaftlichen Entwicklungen im Ausland (siehe Abbildung 2).

Technologischer Fortschritt und politische Abkommen haben zudem den Aufbau weltweiter Produktionsketten vorangetrieben.

Als wesentliches Merkmal der Globalisierung bildeten sich globale Wertschöpfungsketten, um Produktionsprozesse besser organisieren zu können.³ Zwar ist die globale Produktion seit jeher Teil des Welthandels, doch ist die in den letzten Jahrzehnten zu beobachtende schnelle Einbindung von Unternehmen in internationale Wertschöpfungsketten ein vollkommen neues Phänomen. Bevor diese Entwicklung einsetzte, implizierte der Welthandel in der Regel lediglich eine räumliche Trennung von Produktion und Verbrauch des Endprodukts. In globalen Wertschöpfungsketten können die verschiedenen Stufen eines Produktionsprozesses auch in unterschiedlichen geografischen Regionen weltweit erfolgen, wodurch die mit einer höheren Spezialisierung auf bestimmte Aufgaben verbundenen Vorteile genutzt werden können.

³ Siehe beispielsweise J. Amador und S. Cabral, Global value chains: surveying drivers and measures, Working Paper Series der EZB, Nr. 1739, 2014, oder D. K. Elms und P. Low (Hrsg.), Global value chains in a changing world, Welthandelsorganisation, Genf, 2013.

Seit Mitte der 1990er-Jahre ist die Beteiligung der meisten Euro-Länder an globalen Wertschöpfungsketten gestiegen. Darin spiegelt sich im Wesentlichen die zunehmende vertikale Spezialisierung der Länder des Euroraums wider, d. h. der wachsende Importgehalt ihrer Exporte (siehe Kasten 1). Zwar sind die Länder des Euro-Währungsgebiets insgesamt stärker an den internationalen Wertschöpfungsketten beteiligt, doch ist der Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den Exporten bei größeren Euro-Ländern in der Regel geringer. Dies ist zum Teil durch die Größe ihrer Inlandsmärkte bedingt, die es ihnen ermöglicht, mehr Vorleistungsgüter über den Binnenmarkt zu beschaffen.⁴

Kasten 1

Verschiedene Messgrößen des bilateralen Handels

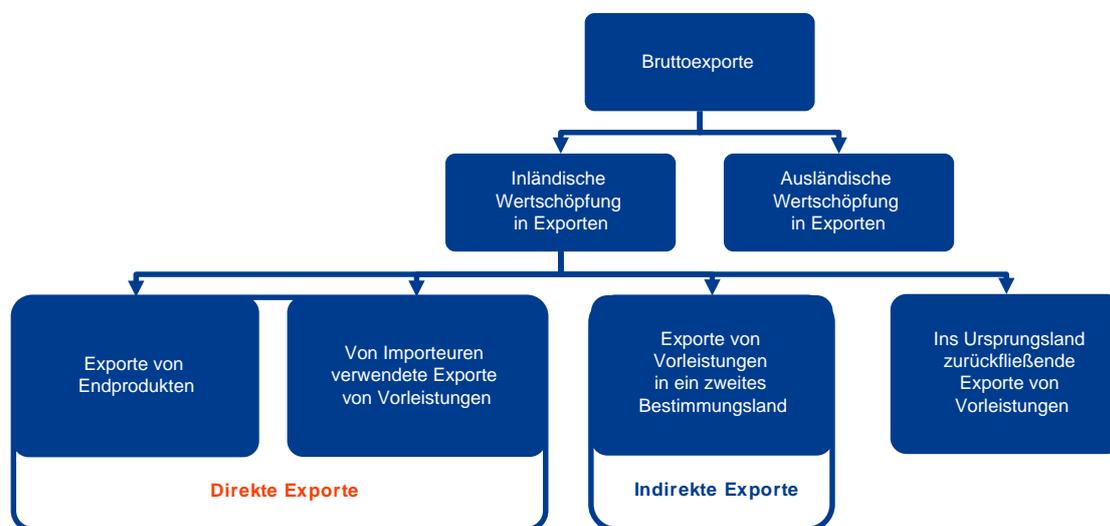
Im vorliegenden Kasten werden unterschiedliche Messgrößen des bilateralen Handels beleuchtet, die ein klareres Bild der Handelsbeziehungen vermitteln können, als dies anhand von Bruttoexportdaten allein möglich ist. Aus der Literatur über globale Wertschöpfungsketten und die Wertschöpfung im Handel geht hervor, dass es bei der Erstellung von Bruttohandelsdaten teilweise zu einer Doppelzählung von Handelsströmen kommt. Exporte bestehen zum Teil aus importierter ausländischer Wertschöpfung und aus inländischer Wertschöpfung, die zu einem späteren Zeitpunkt wieder in das Ursprungsland reimportiert oder von einem Handelspartner weiterexportiert wird. Dies bedeutet, dass den bilateralen Handelsbeziehungen in den Bruttoexportzahlen ein zu großes Gewicht beigemessen und der Anteil endgültiger Ausfuhren eines Landes in ein anderes Land dort nicht zwangsläufig berücksichtigt wird. In jüngster Zeit wurden Anstrengungen unternommen, um einen praxisnahen Rahmen für die Zerlegung der Bruttoexporte in ihre Wertschöpfungskomponenten zu schaffen, wobei hier vor allem Koopman et al. zu nennen sind (siehe Fußnote 1).

Eine vereinfachte Darstellung von Bruttoexporten und ihrer Zerlegung gemäß Koopman et al. findet sich in Abbildung A. Die Bruttoexporte bestehen hier aus inländischer Wertschöpfung und ausländischer Wertschöpfung, wobei Letztere im Wesentlichen dem Importgehalt der Exporte entspricht und zum Ausdruck bringt, wie hoch der Anteil ausländischer Vorleistungen an den Exporten eines Landes ist. Die inländische Wertschöpfung in Exporten stellt den Beitrag inländischer Produktionsfaktoren wie z. B. Arbeit (Arbeitnehmerentgelt) und Kapital (Bruttobetriebsüberschuss) zu den Exporten dar. Sie besteht aus a) direkten Exporten, d. h. Ausfuhren von Endprodukten und Vorleistungen, die im Zielland verbraucht werden, b) indirekten Exporten, d. h. Wertschöpfung, die in ein Land (in dem weitere Wertschöpfung generiert wird) exportiert und im weiteren Verlauf in ein zweites (endgültiges) Bestimmungsland ausgeführt wird, und c) Wertschöpfung, die zu einem späteren Zeitpunkt im Rahmen von Importen in das ursprüngliche Herkunftsland zurückfließt.

⁴ Hierbei gilt es zu beachten, dass der Grad der Einbindung eines Landes in globale Wertschöpfungsketten von vielen Faktoren abhängt. Neben der Marktgröße spielen auch der wirtschaftliche Entwicklungsstand, die sektorale Wirtschaftsstruktur, die Handelspolitik und die Qualität der Infrastruktur des jeweiligen Landes eine Rolle.

Abbildung A

Schematische Darstellung der Bruttoexporte und ihrer Zerlegung in Wertschöpfungskomponenten



Quelle: Gemäß Koopman, Wang und Wei, Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports, siehe Fußnote 1.

Mittels dieser Zerlegung lassen sich Indikatoren der Einbindung in internationale

Wertschöpfungsketten erstellen und verschiedene Arten des Handels aufzeigen. So spiegeln die direkten und indirekten Exporte beispielsweise unterschiedliche Beziehungen zwischen zwei Volkswirtschaften wider. Die direkten Exporte bringen die unmittelbare Bedeutung eines Handelspartners für einen anderen Handelspartner zum Ausdruck, da alle ausgeführten Vorleistungs- und Endprodukte absorbiert werden und somit ein direkter Zusammenhang mit der Inlandsnachfrage des Importlandes besteht. Demgegenüber sind indirekte Exporte nicht unmittelbar mit der nationalen Volkswirtschaft des importierenden Landes, sondern mit der Endnachfrage in einem anderen Land verknüpft. Die beiden Konzepte stellen also unterschiedliche Handelsbeziehungen dar, die von der Rolle des jeweiligen Partnerlandes in der internationalen Wertschöpfungskette abhängen (Direktimporteur versus Reexporteur).

Zwar tragen die in Abbildung A aufgeführten Konzepte wesentlich dazu bei, ein besseres Verständnis der Handelsbeziehungen zu erlangen, doch können die entsprechenden Daten kaum aus herkömmlichen Quellen bezogen werden, sodass oftmals große Datenmengen neu erstellt werden müssen. Zur Lösung dieses Problems wurden verschiedene Forschungsinitiativen zur Erstellung globaler Input-Output-Tabellen gegründet.⁵ Im vorliegenden Aufsatz sind die in Abbildung A dargestellten Konzepte aus den öffentlich verfügbaren globalen Input-Output-Tabellen abgeleitet.⁶

Während nationale Input-Output-Tabellen Transaktionen zwischen den einzelnen Sektoren einer Volkswirtschaft ausweisen, beruhen globale Input-Output-Tabellen auf einer Verknüpfung nationaler Tabellen mit Daten über internationale Handelsströme. Nationale Input-Output-Tabellen geben Aufschluss über die Bedeutung eines Sektors als Zulieferer für die Endproduktion eines anderen Sektors. Die globalen Input-Output-Tabellen basieren auf nationalen Input-Output-Tabellen und

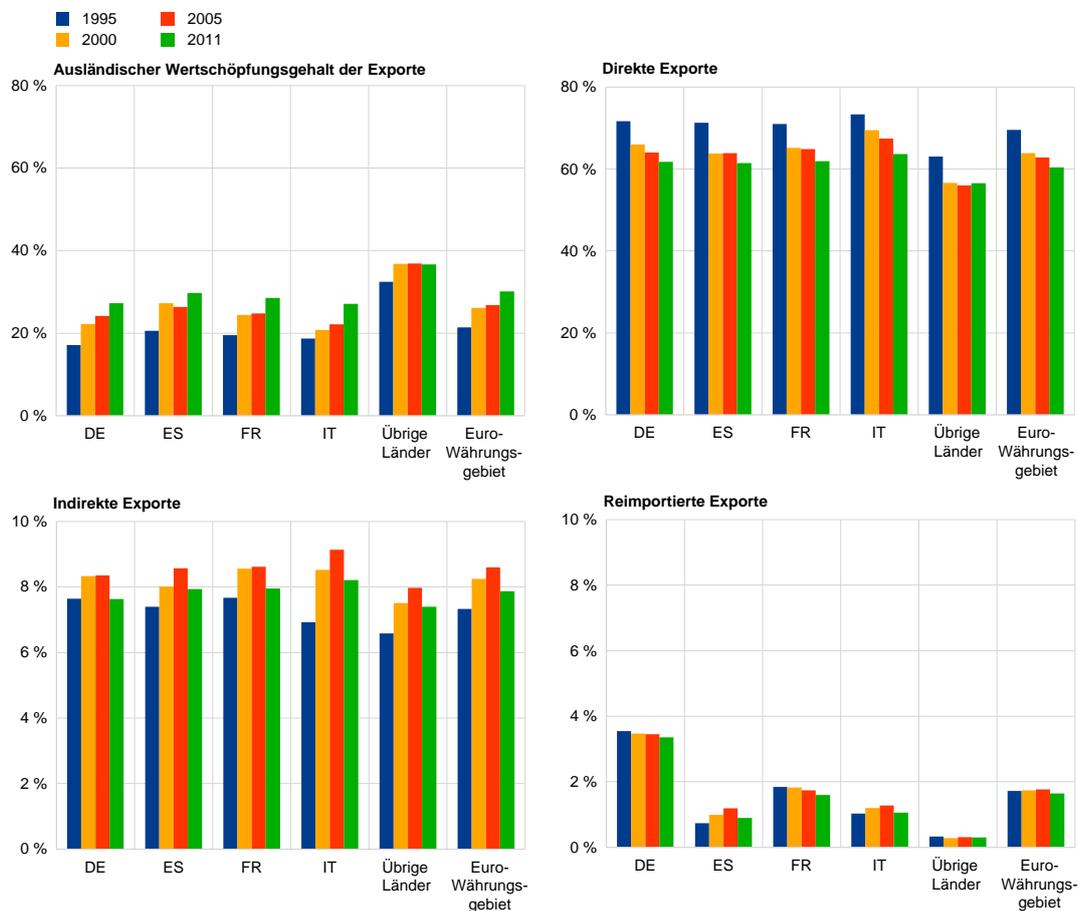
⁵ Darunter beispielsweise folgende Datenbanken: World Input-Output Database, WTO-OECD Trade in Value Added (TiVA) und Global Trade Analysis Project (GTAP).

⁶ Siehe www.wiod.org

Abbildung B

Bruttoexporte im Euro-Währungsgebiet nach Wertschöpfungskomponenten

(in % der Bruttoexporte)



Quellen: Globale Input-Output-Tabellen und R. Stehrer, Accounting Relations in Bilateral Value Added Trade, Working Paper des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Nr. 101, Mai 2013.
Anmerkung: Die Abbildung umfasst auch die Handelsströme innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2011.

verknüpfen Daten zu Ländern und Sektoren mit jenen über internationale Handelsströme. Dadurch lässt sich nachvollziehen, wie wichtig die Zulieferindustrie eines Landes für den Wirtschaftszweig eines anderen Landes ist. Die Tabellen enthalten Informationen über 40 Länder und 35 Sektoren für den Zeitraum von 1995 bis 2011 und decken rund 85 % des weltweiten BIP ab. Damit sind sie ein unerlässliches Instrument für die Analyse bilateraler Handelsbeziehungen.

In den meisten großen Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets haben der ausländische Wertschöpfungsgehalt der Exporte und die indirekten Exporte an Bedeutung gewonnen. Die Entwicklung der Komponenten der in Abbildung A dargestellten Bruttoexporte wird in Abbildung B gezeigt. Die Werte wurden unter Zugrundelegung der globalen Input-Output-Tabellen bis 2011 ermittelt. Seit 1995 ist der Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den Bruttoexporten der vier größten Euro-Länder gestiegen, worin die stärkere vertikale Spezialisierung der Exporteure des Euroraums gegenüber anderen Ländern innerhalb und außerhalb des Eurogebiets zum Ausdruck

kommt.⁷ Der Anteil der direkten Exporte hat sich im Zeitverlauf verringert. Bei den indirekten Exporten wurde gemessen an den Exporten insgesamt im letzten Jahrzehnt eine Zunahme verzeichnet, auch wenn sich der Anteil im Jahr 2011 in den größten Euro-Ländern etwas verminderte. Auf die Ausfuhr von Vorleistungsgütern, die in den Euroraum zurückfließen, entfällt in den meisten Ländern (mit der nennenswerten Ausnahme Deutschlands) ein verhältnismäßig kleiner Teil der Bruttoexporte. In Deutschland und Frankreich ist dieser Anteil im Betrachtungszeitraum gesunken, während er in Spanien und Italien bis 2005 zunächst stieg und anschließend bis 2011 wieder zurückging.

3 Direkte Handelsbeziehungen und Handel über globale Wertschöpfungsketten – Nachverfolgung der Wertschöpfung des Euro-Währungsgebiets

Die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten hat einen Einfluss darauf, wie sich Produktionsschocks auf den Euroraum übertragen. Da grenzüberschreitende Signale bezüglich Angebot und Nachfrage in globalen Produktionsketten möglicherweise schneller weitergegeben werden, ist es möglich, dass das Produktionssystem insgesamt sensibler auf die Übertragung externer Schocks reagiert und die Schocks an Stärke zunehmen, je weiter sie das System durchlaufen. In der Regel wird ein Angebotschock in einem Produktionsverbund nach unten weitergegeben, wohingegen sich ein Nachfrageschock entlang der Lieferkette nach oben überträgt.⁸ Wird beispielsweise ein Wirtschaftszweig, der Vorleistungsgüter liefert, von einem angebotsseitigen Schock erfasst (etwa weil eine Produktionsstätte durch eine Naturkatastrophe zerstört wird), wirkt sich dies auf alle nachgelagerten Sektoren aus, da diese von den Vorleistungen des ersten Wirtschaftszweigs, der von dem Schock betroffen ist, abhängen; dies war zum Beispiel nach dem Tsunami in Japan im Jahr 2011 der Fall.⁹ Inwieweit sich die Wirkung entlang der Lieferkette verstärkt, hängt zum Teil davon ab, wie leicht die Abnehmer die Vorleistungsgüter substituieren können. Bei einem nachfrageseitigen Schock kann die Verstärkung entlang der Lieferkette nach oben auf einen sogenannten Peitscheneffekt zurückzuführen sein, der bewirkt, dass Unternehmen entlang der Lieferkette ihre Lagerbestände an die veränderten Nachfrageerwartungen anpassen.¹⁰ Zwar ist die Länge der Wertschöpfungskette durchaus von Bedeutung dafür, wie sich ein Schock verstärkt, doch soll der Fokus hier auf der Position einer Volkswirtschaft in einer globalen Wertschöpfungskette liegen. Ob sich das Eurogebiet bei Produktionsschocks,

⁷ Siehe beispielsweise J. Amador, R. Cappariello und R. Stehrer, Global value chains: a view from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1761, 2015.

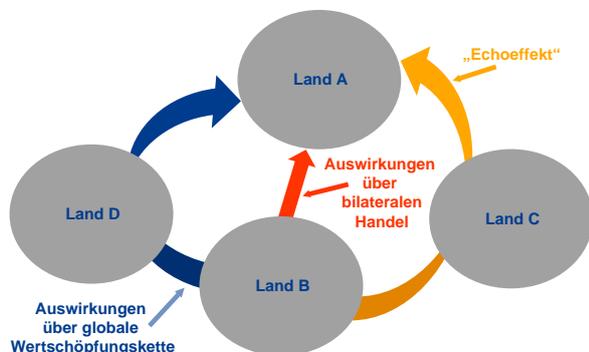
⁸ Siehe D. Acemoglu, U. Akcigit und W. Kerr, Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration, Working Paper Series des NBER, Nr. 21344, 2015.

⁹ Siehe beispielweise OECD, Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains, 2013.

¹⁰ Der Peitscheneffekt beschreibt das Phänomen, dass ein Endnachfrageschock große Veränderungen der Nachfrage nach Teilen und Komponenten verursacht und Unternehmen ihre Vorratsbestände entlang der Lieferkette an die veränderten Nachfrageerwartungen anpassen. Empirische Evidenz für diesen Effekt findet sich beispielsweise in: G. Alessandria, J. P. Kaboski und V. Midrigan, US Trade and Inventory Dynamics, in: American Economic Review, Bd. 101(3), oder C. Altomonte, F. Di Mauro, G. Ottaviano, A. Rungi und V. Vicard, Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect?, Working Paper Series der EZB, Nr. 1412, 2012.

Abbildung 3

Übertragung von Nachfrageschocks über den Handel anhand eines stilisierten Beispiels



Quelle: EZB.
Anmerkung: Dargestellt ist ein Nachfrageschock in Land B und seine Übertragung über die verschiedenen Handelskanäle auf Land A.

die einen Handelspartner betreffen, besonders anfällig bzw. robust zeigt oder nicht, hängt in diesem Fall also davon ab, welche Rolle der Euroraum in den globalen Wertschöpfungsketten spielt und um welche Art von Schock es sich handelt.

Schocks in Bezug auf die Auslandsnachfrage werden je nach Art der Handelsbeziehungen über verschiedene Handelskanäle übertragen.

In Abbildung 3 wird dies anhand eines Vier-Länder-Beispiels veranschaulicht, wobei zur Vereinfachung nur partielle Erstrundeneffekte eines Nachfrageschocks betrachtet werden; mögliche allgemeine Gleichgewichtseffekte werden außer Acht gelassen. In diesem stilisierten Beispiel exportieren Land A und C direkt in Land B, und Land A exportiert direkt in Land C. Außerdem exportiert Land A indirekt, nämlich über Land D, in Land B.

Die Übertragung eines Nachfrageschocks in Land B

auf Land A würde über verschiedene Kanäle erfolgen. Erstens würde sich ein Effekt auf den bilateralen Handel ergeben, und zwar über eine Veränderung der Nachfrage in Land B nach Exporten von Land A (orangefarbener Pfeil). Zweitens wäre in Land A ein sogenannter Echoeffekt spürbar (gelber Pfeil), der sich aus einer Veränderung der Ausfuhren in Land C ergibt, da sich die Nachfrage von Land C nach Exporten von Land A aufgrund des Schocks in Land B verändert.¹¹ Drittens wäre Land A zusätzlich durch den Schock in Land B betroffen (blauer Pfeil), da es über seine Einbindung in globalen Wertschöpfungsketten mit Land D verbunden ist, das Wertschöpfung aus Land A weiterverarbeitet und in Land B weiterexportiert. Dieses Beispiel zeigt, dass es eine Reihe von Handelsbeziehungen zu berücksichtigen gilt, wenn es darum geht, die möglichen Folgen eines Auslandsnachfrageschocks auf die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet zu bemessen. Im Folgenden werden die Handelsbeziehungen des Euroraums näher beschrieben. Dabei wird ausführlich auf die Charakteristika des Handels eingegangen, und es werden einige der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets benannt.¹² Außerdem wird nachvollzogen, wie sich die Wertschöpfung des Euro-Währungsgebiets über die Exporte seiner wichtigsten Handelspartner bis zu ihrem endgültigen Ziel entwickelt.

Das Eurogebiet exportiert in großem Umfang direkt in die USA, während die Ausfuhren nach China und in das Vereinigte Königreich vorwiegend in andere Bestimmungsländer reexportiert werden und somit indirekter Natur sind. In Abbildung 4 und 5 werden die Ausfuhren des Euroraums in die vier großen

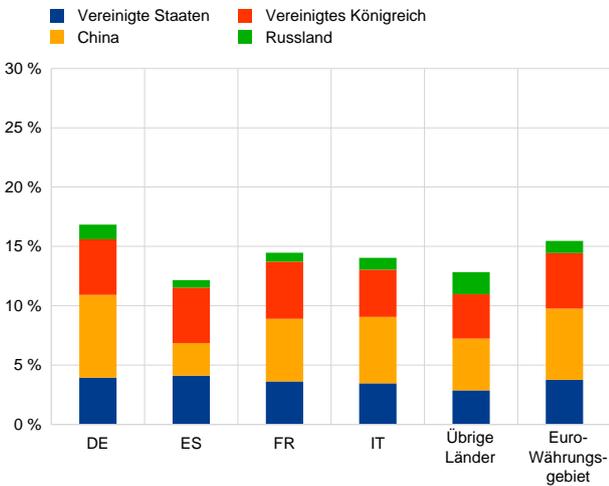
¹¹ Als Echoeffekt wird der Ansteckungseffekt bezeichnet, der ein Land über andere Handelspartner trifft, die ebenfalls von dem Schock betroffen sind. Siehe S. Dées und I. Vansteenkiste, The transmission of US cyclical developments to the rest of the world, Working Paper Series der EZB, Nr. 798, 2007.

¹² Die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, China und Russland zählen zu den wichtigsten Handelspartnern des Euroraums und zeichnen sich auch durch unterschiedliche Handelsarten aus (z. B. die Ausfuhr von Endprodukten, die Ausfuhr von Vorleistungsgütern, die in andere Länder reexportiert werden, oder Ausfuhren, die weiterverarbeitet werden und später in das Eurogebiet zurückfließen).

Abbildung 4

Direkte Exporte des Euro-Währungsgebiets

(in % der direkten Exporte)

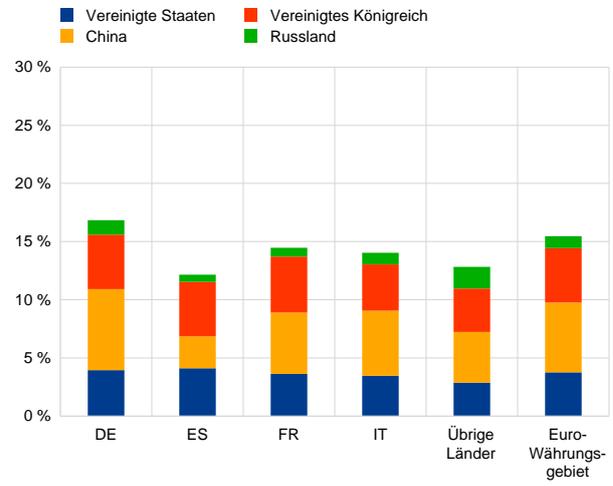


Quellen: Globale Input-Output-Tabellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Unter „übrige Länder“ wird der Durchschnitt der Anteile der anderen Länder des Euro-Währungsgebiets erfasst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2011.

Abbildung 5

Indirekte Exporte des Euro-Währungsgebiets

(in % der indirekten Exporte)



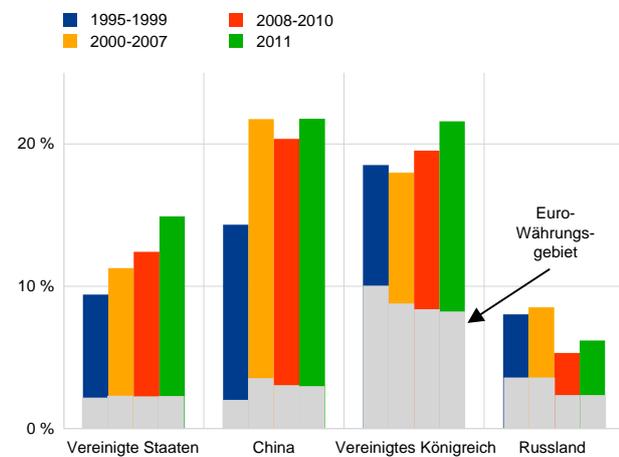
Quellen: Globale Input-Output-Tabellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Unter „übrige Länder“ wird der Durchschnitt der Anteile der anderen Länder des Euro-Währungsgebiets erfasst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2011.

Partnerländer – Vereinigte Staaten, China, Vereinigtes Königreich und Russland – anhand der jeweiligen Anteile an direkten und indirekten Exporten miteinander verglichen. Für die direkten Exporte sind die USA das wichtigste Ziel, während auf China und das Vereinigte Königreich ein größerer Anteil der indirekten Ausfuhren entfällt. Dies lässt den Schluss zu, dass die Wirtschaft des Eurogebiets recht eng mit der inländischen Entwicklung der Vereinigten Staaten verknüpft ist, China und das Vereinigte Königreich hingegen eher für den Zwischenhandel mit Exporten des Euroraums von Bedeutung sind, die für andere Länder bestimmt sind. Was Russland angeht, so spielen direkte Exporte eine größere Rolle als indirekte.

Abbildung 6

Ausländische Wertschöpfung in den Exporten der großen Handelspartner des Euro-Währungsgebiets

(in % der gesamten Bruttoexporte)



Quellen: Globale Input-Output-Tabellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die grauen Balken stellen die jeweiligen Anteile der aus dem Euro-Währungsgebiet stammenden ausländischen Wertschöpfung dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2011.

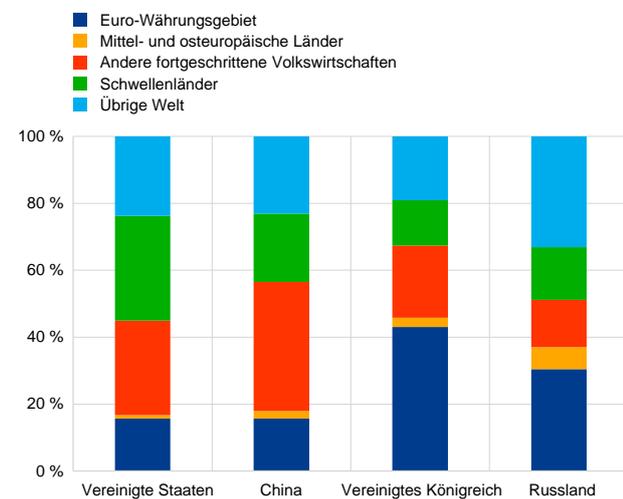
Mehr als ein Fünftel der Bruttoexporte Chinas und des Vereinigten Königreichs stammen nicht aus dem jeweiligen Land selbst.

In China stieg der Importgehalt der Exporte von durchschnittlich 14 % in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre auf 22 % in der Zeit vor der Rezession von 2008-2009 (siehe Abbildung 6). Zwar war die in den Exporten enthaltene ausländische Wertschöpfung während der Krisenjahre leicht rückläufig, doch stieg sie im Jahr 2011 wieder an. Sowohl im Vereinigten Königreich als auch in den USA nahm der Importgehalt der Ausfuhren während der Krise und auch im Jahr 2011 im Vergleich zur Vorkrisenperiode zu. In Russland hingegen sank der ausländische Wertschöpfungsgehalt der Exporte in der ersten Dekade des neuen Jahrtausends und belief sich im Jahr 2011 auf 6 %.

Abbildung 7

Endgültige Bestimmungsländer der aus dem Euro-Währungsgebiet stammenden und von großen Handelspartnern weiterexportierten Wertschöpfung

(Anteil der gesamten ausländischen Wertschöpfung an den Exporten in %)



Quellen: Globale Input-Output-Tabellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unter „übrige Welt“ werden alle Länder erfasst, die nicht explizit in den globalen Input-Output-Tabellen aufgeführt sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2011.

Die Wertschöpfung aus dem Euro-Währungsgebiet macht einen relativ großen Teil der Bruttoexporte des Vereinigten Königreichs aus; im Fall Chinas, Russlands und der USA ist der entsprechende Anteil kleiner.

Das Vereinigte Königreich bezieht seine Ausfuhren in recht großem Umfang aus dem Euroraum (siehe graue Balken in Abbildung 6). Allerdings hat sich dieser Anteil im Zeitverlauf verkleinert und folgt nicht dem allgemeinen Trend einer zunehmenden ausländischen Wertschöpfung in Exporterzeugnissen. In China hingegen ist die Wertschöpfung des Eurogebiets in der Vorkrisenzeit verglichen mit Mitte der Neunzigerjahre gestiegen und lag nach der Krise weitgehend stabil bei rund 3 % der Bruttoexporte. In den Vereinigten Staaten lag der Anteil der aus dem Euroraum stammenden Wertschöpfung an den Exporten im gesamten Zeitraum, der von den globalen Input-Output-Tabellen abgedeckt wird, stabil bei rund 2 %. In Russland belief sich der Anteil in den 1990er-Jahren und in der Vorkrisenperiode auf fast 4 %, nach der Krise jedoch nur noch auf 2 %.

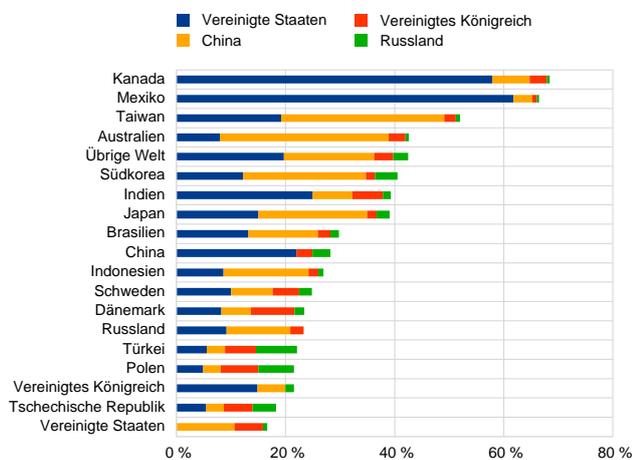
Um alle Handelsbeziehungen des Eurogebiets angemessen berücksichtigen zu können, ist

es notwendig zu wissen, für welche Länder die Güter, die der Euroraum indirekt über seine großen Handelspartner exportiert, letztendlich bestimmt sind. China ist für diese Art der Ausfuhren eine relativ wichtige Zwischenstation. Der größte Teil der aus dem Euro-Währungsgebiet stammenden Wertschöpfung, der dorthin ausgeführt wird, wird letztlich in andere fortgeschrittene Volkswirtschaften, beispielsweise in die USA oder nach Japan, weiterexportiert (siehe orangefarbene Balken in Abbildung 7). Was das Vereinigte Königreich betrifft, so wird die aus dem Euroraum eingeführte Wertschöpfung zu rund 43 % zur Endverwendung wieder dorthin zurückexportiert (dunkelblaue Balken in Abbildung 7) und ist somit von der Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet abhängig. Zudem werden 22 % in andere fortgeschrittene Volkswirtschaften, vornehmlich in die USA, exportiert. Die endgültigen Bestimmungsländer der aus dem Euroraum stammenden und von den USA reexportierten Wertschöpfung sind zu annähernd gleichen Teilen Industrie- und Schwellenländer auf dem amerikanischen Kontinent (etwa Kanada, Mexiko und Brasilien). In Russland werden Güter mit aus dem Euroraum stammendem Wertschöpfungsgehalt vor allem dorthin zurück- oder aber in die übrige Welt weiterexportiert (dunkel- bzw. hellblaue Balken in Abbildung 7). Auf Reexporte in andere Industrie- und Schwellenländer entfällt ein geringerer Anteil.

Die Auswirkungen einer Nachfragestörung in den Vereinigten Staaten auf den Handel des Eurogebiets dürften beträchtlich sein, da sowohl bilaterale Handelseffekte als auch Echoeffekte zum Tragen kommen, wohingegen sich ein vergleichbarer Schock in China weniger stark im Euroraum bemerkbar machen dürfte. Die Nachfrage aus den USA stellt eine wesentliche Triebfeder für

Abbildung 8 Bedeutung der großen Handelspartner für Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets

(in % der direkten Exporte)



Quellen: Globale Input-Output-Tabellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Prozentangaben bezeichnen den Anteil der gesamten direkten Exporte des jeweiligen Landes in die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, nach China und Russland (diese vier Länder sind die großen Handelspartner des Euro-Währungsgebiets). Unter „übrige Welt“ werden alle Länder erfasst, die nicht explizit in den globalen Input-Output-Tabellen aufgeführt sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2011.

die Direktexporte vieler Länder dar (siehe Abbildung 8). Ein Großteil dieser Volkswirtschaften (China, das Vereinigte Königreich und die übrige Welt) ist gleichzeitig wichtiges Ziel für die direkten Exporte des Euroraums. Daher dürften die Folgen einer Nachfrigestörung in den USA auf den Handel des Eurogebiets beträchtlich sein, da sowohl bilaterale Handelseffekte als auch Echoeffekte zum Tragen kommen. Darüber hinaus würde auch die Endnachfrage nach indirekten Exporten des Euroraums über andere Länder beeinträchtigt werden. Nachfrageseitige Störungen in China hingegen dürften sich weniger stark auf die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet auswirken, da China ein wichtiges Ziel indirekter Exporte aus dem Euroraum ist. Ein Großteil dieser Ausfuhren wird in die Vereinigten Staaten reexportiert und hängt somit von der dortigen Nachfrage ab. Zwar exportieren andere asiatische Länder sowie Australien in erheblichem Maße direkt nach China, die direkten Ausfuhren des Eurogebiets in diese Länder sind jedoch gering.

4 Beurteilung globaler Wertschöpfungsketten und Bedeutung für die Übertragung von Produktionsschocks

Eine Betrachtung der endgültigen Bestimmungsländer der Exporte aus dem Euro-Währungsgebiet zeichnet ein genaueres Bild der weltweiten Transmission von Schocks. Berücksichtigt man die unterschiedlichen Arten von Handelsbeziehungen und die endgültigen Bestimmungsländer der Exporte des Euroraums, lassen sich die einzelnen Handelskanäle sowie deren jeweiliges Potenzial für die Schocktransmission beurteilen und quantifizieren (siehe Abbildung 3).

Mithilfe von Handelselastizitäten und unterschiedlichen Handelsmessgrößen lassen sich länderübergreifende Verflechtungen erfassen, die sich durch bilateralen Handel, globale Wertschöpfungsketten und Echoeffekte über andere Handelspartner bemerkbar machen. In Kasten 2 wird – zunächst anhand der üblichen Bruttohandelsströme – der Gesamteinfluss eines (nicht identifizierten) Produktionsschocks in einem der größten Partnerländer auf den Handel quantifiziert. Anschließend werden lediglich die maßgeblichen Kanäle betrachtet, nämlich der Einfluss des bilateralen Handels, der globalen Wertschöpfungsketten und der von anderen Handelspartnern ausgehende Echoeffekt. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass der Gesamteinfluss bei allen vier betrachteten Handelspartnern etwas geringer ist, als es die in der Regel verwendeten Bruttohandelsströme vermuten lassen. Diese Erkenntnis deckt sich mit der Auffassung, dass Bruttoausfuhren eine gewisse Doppelzählung beinhalten.

Die Art der Produktionsstörung beeinflusst auch die Art und Weise, wie sich Schocks ausbreiten. So dürfte sich ein Nachfrageschock (etwa eine Veränderung der Verbraucherpräferenzen oder ein Anstieg der staatlichen Ausgaben) in den Vereinigten Staaten in erheblichem Maße auf das Eurogebiet auswirken. Ein Angebotsschock hingegen (etwa eine Naturkatastrophe, die die Produktion beeinträchtigt) wäre von geringerer Relevanz, da die USA als Ziel indirekter Exporte des Euroraums weniger wichtig sind. Im Fall Chinas verhält es sich genau umgekehrt: Ein Nachfrageschock wäre wohl von nicht so großer Bedeutung, wohingegen ein Angebotsschock das Euro-Währungsgebiet stärker treffen dürfte.

Kasten 2

Übertragung von Produktionsschocks auf das Euro-Währungsgebiet über bilateralen Handel, globale Wertschöpfungsketten und Echoeffekte

Im vorliegenden Kasten sollen die Auswirkungen eines Produktionsschocks im Ausland auf den Euroraum quantifiziert werden; hierzu wird eine Abgrenzung nach dem Einfluss über den bilateralen Handel, die globalen Wertschöpfungsketten und den über andere Handelspartner wirkenden Echoeffekt vorgenommen. Dabei werden die drei in Abbildung 3 dargestellten Effekte untersucht, nämlich 1) die Auswirkungen eines aus dem veränderten Verbrauch direkter Exporte resultierenden Schocks über den bilateralen Handel, 2) die Auswirkungen über indirekte Exporte (durch einen anderen Handelspartner) in das Land, von dem der Schock ausgeht, und 3) der Echoeffekt über andere Handelspartner.

Das Hauptaugenmerk liegt bei diesem Ansatz auf der Wertschöpfung des Eurogebiets, die im fraglichen Partnerland endgültig verbraucht wird. Anders als bei Bruttohandelsdaten finden in diesem Fall die Wertschöpfung, die in anderen Staaten erbracht wurde (ausländische Wertschöpfung), sowie Ausfuhren, die letztendlich in den Euroraum zurückfließen, keine Berücksichtigung. Stattdessen werden indirekte Exporte, die schließlich vom Handelspartner absorbiert werden, einbezogen.

Die Auswirkungen werden für die drei Kanäle einzeln berechnet. Wie sich ein Schock in einem Partnerland auf den Handel auswirkt, hängt zum einen von der Elastizität des BIP des Eurogebiets gegenüber den Einfuhren ab. Der Effekt variiert zum anderen je nach Umfang der Beziehungen des Euro-Währungsgebiets zu diesem Land und der Elastizität der Einfuhren des Euroraums gegenüber dem BIP dieses Staates. Zu den Auswirkungen aufgrund bilateraler Handelsverbindungen kommt ein Echoeffekt hinzu; dabei handelt es sich um den Ansteckungseffekt auf das Eurogebiet, der über andere, ebenfalls von dem Schock betroffene Handelspartner übertragen wird. Die Anteile der auf Bruttobasis gemessenen sowie der direkten und der indirekten Ein- und Ausfuhren am BIP werden ermittelt, indem die jeweilige Messgröße durch das BIP dividiert wird. Die Nachfrageelastizität gegenüber dem BIP beträgt der Annahme zufolge für alle Länder 0,6. Den länderspezifischen Importelastizitäten werden die von Dées und Vansteenkiste (siehe Fußnote 11) verwendeten Werte zugewiesen.¹³

¹³ Die Importelastizitäten der wenigen Volkswirtschaften, die in der von Dées und Vansteenkiste (siehe Fußnote 11) untersuchten Stichprobe nicht enthalten sind, werden näherungsweise mittels der Werte für jene Länder berechnet, die in der Stichprobe berücksichtigt sind, eine ähnliche Größe haben und in derselben Region liegen.

Tabelle

Handel auf Bruttobasis gegenüber direktem und indirektem Handel – Vergleich der Auswirkungen auf den Handel

(Reaktionen auf BIP-Schock in Höhe von 1 % in %)

| | Vereinigte Staaten | | China | | Vereinigtes Königreich | | Russland | |
|---------------------|--------------------|--------------------------------|--------------|--------------------------------|------------------------|--------------------------------|--------------|--------------------------------|
| | Bruttohandel | Direkter und indirekter Handel | Bruttohandel | Direkter und indirekter Handel | Bruttohandel | Direkter und indirekter Handel | Bruttohandel | Direkter und indirekter Handel |
| Deutschland | 0,34 | 0,36 | 0,15 | 0,12 | 0,12 | 0,10 | 0,04 | 0,04 |
| Frankreich | 0,24 | 0,22 | 0,09 | 0,06 | 0,09 | 0,07 | 0,03 | 0,02 |
| Italien | 0,23 | 0,22 | 0,10 | 0,06 | 0,08 | 0,06 | 0,04 | 0,03 |
| Spanien | 0,22 | 0,19 | 0,07 | 0,04 | 0,08 | 0,06 | 0,02 | 0,02 |
| Euro-Währungsgebiet | 0,28 | 0,28 | 0,11 | 0,08 | 0,10 | 0,08 | 0,04 | 0,03 |

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die Gesamtauswirkungen eines Schocks in Höhe von 1 % in dem in der jeweiligen Spaltenüberschrift genannten Land. Bei den Auswirkungen auf das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um die gewichteten Durchschnittswerte der Auswirkungen auf die einzelnen Euro-Länder (auf Basis des BIP in Kaufkraftparitäten).

Die Auswirkungen eines BIP-Schocks fallen anders aus, wenn anstelle des Bruttohandels der direkte und indirekte Handel betrachtet werden. In der Tabelle wird der gesamte kontemporäre, auf den Euroraum wirkende Einfluss eines für jeden der vier wichtigen Handelspartner angenommenen BIP-Schocks im Umfang von 1 %, der auf Basis von Bruttohandelszahlen ermittelt wurde, dem kombinierten Einfluss des direkten und indirekten Handels gegenübergestellt.¹⁴ Die Unterschiede zwischen den Effekten bei Betrachtung der verschiedenen Handelsdaten rühren vom Beitrag der einzelnen Handelskomponenten her. Zieht man beispielsweise China und das Vereinigte Königreich heran, so würde bei Verwendung des Bruttohandels als Messgröße der Handelsbeziehungen der Effekt eines BIP-Schocks im Vergleich zum direkten und indirekten Handel zusammengenommen überzeichnet. Dies lässt sich dadurch erklären, dass ein Großteil der Ausfuhren des Euroraums in diese Länder indirekte Exporte sind, die in andere Zielländer reexportiert und somit nicht von China oder dem Vereinigten Königreich absorbiert werden. Die Vereinigten Staaten sind demgegenüber ein bedeutendes endgültiges Bestimmungsland für indirekte Exporte des Eurogebiets, die von anderen Handelspartnern reexportiert werden. Daher schwächen sich die Auswirkungen eines über das BIP wirkenden, in China, dem Vereinigten Königreich und Russland auftretenden Schocks auf den Euroraum insgesamt ab, wenn statt des Bruttohandels der direkte und indirekte Handel betrachtet werden. Im Fall der USA verringert sich der Effekt nicht so deutlich (für Deutschland sind die entsprechenden Auswirkungen dann sogar größer).

In der Abbildung sind die zerlegten Auswirkungen eines BIP-Schocks in Höhe von 1 % in den vier großen Handelspartnerländern auf den Handel des Euroraums dargestellt.

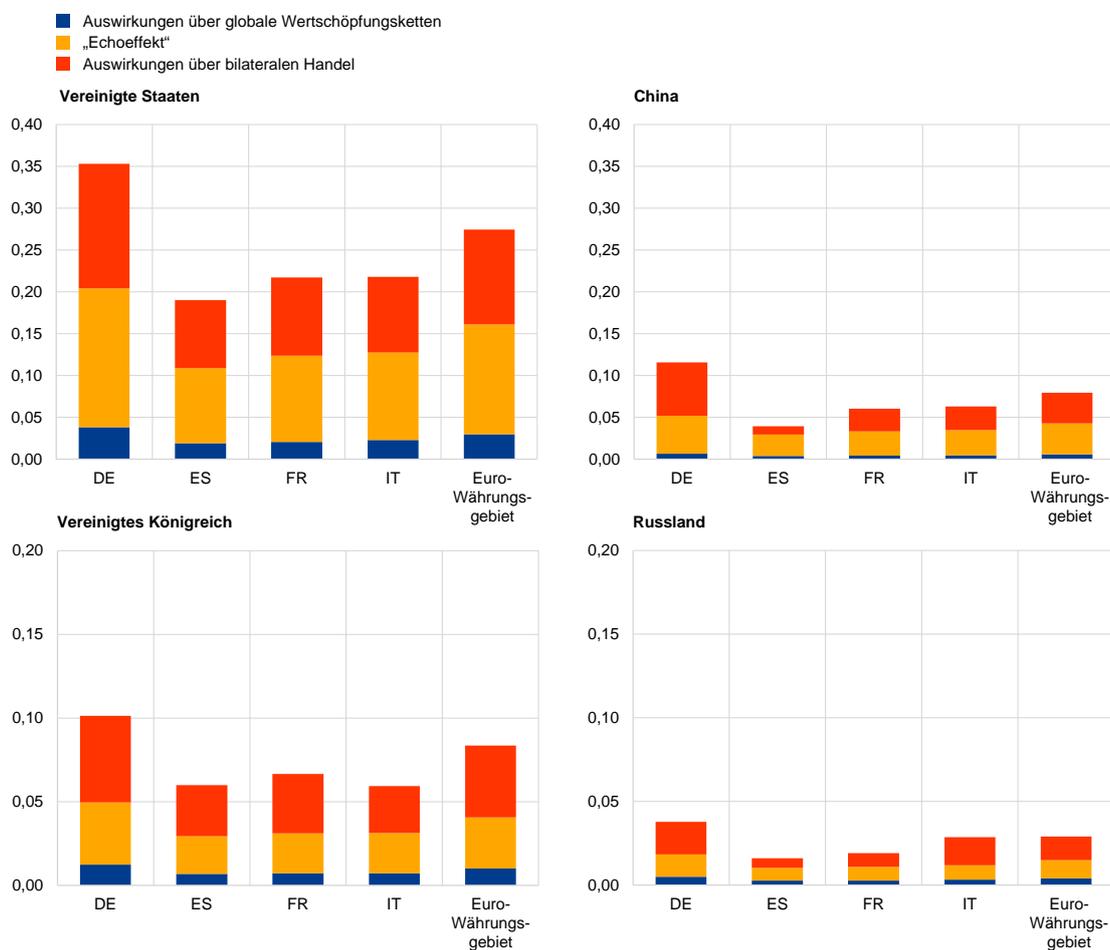
Ein Schock, der von den USA ausgeht, trifft das Euro-Währungsgebiet vor allem über andere Handelspartner (Echoeffekt, siehe gelbe Balken) und den bilateralen Handel (siehe orangefarbene Balken). Dies macht deutlich, wie wichtig die Vereinigten Staaten als Exportziel für den Euroraum, aber auch für viele der Handelspartner des Eurogebiets sind. Überdies schläge sich auf die Euro-Länder auch die veränderte Nachfrage nach ihren indirekten Exporten nieder, die über Partnerländer in die USA weitergeleitet werden (siehe blaue Balken). Für China fallen die bilateralen und die Echoeffekte annähernd gleich aus, wobei sich in geringem Maße noch ein zusätzlicher Effekt durch die globalen Wertschöpfungsketten ergibt, der weniger als ein Zehntel des

¹⁴ Diese Schätzungen basieren auf dem kontemporären Einfluss. Die geschätzten Auswirkungen könnten insgesamt größer sein, wenn auch dynamische Effekte mit einfließen.

Abbildung

Auswirkungen eines realen BIP-Schocks in Höhe von 1 % in wichtigen Handelspartnerländern auf den Handel

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken sind jeweils mit dem Land überschrieben, von dem der reale BIP-Schock ausgeht. Bei den Angaben für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um Durchschnittswerte der Auswirkungen auf die einzelnen Euro-Länder (auf Basis des BIP in Kaufkraftparitäten gewichtet).

Gesamteinflusses ausmacht. Bei einem Schock, der seinen Ursprung im Vereinigten Königreich oder in Russland hat, lassen sich die Auswirkungen zu etwas mehr als der Hälfte auf den bilateralen Handel und zu gut einem Drittel auf Echoeffekte zurückführen, während der Rest auf den globalen Wertschöpfungsketten beruht.

Unter den vier größten Volkswirtschaften des Eurogebiets wäre Deutschland von einem BIP-Schock in einem der vier wichtigen Handelspartnerländer am stärksten betroffen. Dies dürfte durch den – verglichen mit anderen europäischen Staaten – größeren außenwirtschaftlichen Offenheitsgrad Deutschlands bedingt sein. Über den direkten sowie den indirekten Handel übertragene Schocks haben für Deutschland nachhaltigere Auswirkungen als für den Euroraum als Ganzes.

Anhand der hier vorgestellten Methode wird zwar deutlich, wie wichtig es ist, verschiedene Handelsbeziehungen und das endgültige Bestimmungsland der Ausfuhren des Eurogebiets zu berücksichtigen, doch sollte auch auf einige Einschränkungen hingewiesen werden.

Erstens hängen die Auswirkungen von den zugrunde liegenden länderspezifischen Elastizitäten des Handels gegenüber dem BIP ab. In jüngster Zeit waren die internationalen Handelselastizitäten in aggregierter Betrachtung rückläufig.¹⁵ Wenn sich dies auf geringere Elastizitäten bei den verschiedenen Handelspartnern und nicht auf eine im Wandel begriffene Handelsstruktur innerhalb der Weltwirtschaft zurückführen lässt, wäre der geschätzte Einfluss eines Produktionsschocks auf das Euro-Währungsgebiet geringer. Zweitens besteht die Möglichkeit, dass verschiedene Arten von Handel unterschiedliche Handelselastizitäten aufweisen, die durch die sektorale Zusammensetzung und den Grad der Substituierbarkeit der importierten Produkte bedingt sind. Für die vorliegende Beispielrechnung werden für alle Handelsarten dieselben Handelselastizitäten verwendet. Drittens sind die dieser Analyse zugrunde liegenden Daten nur bis zum Jahr 2011 verfügbar, sodass sich die Charakteristika des Handels seitdem möglicherweise geändert haben, was die in der Abbildung dargestellten Beziehungen beeinflussen würde.¹⁶ Überdies werden hier lediglich über den Handel übertragene Schocks betrachtet. Andere Transmissionskanäle wie der Finanzkanal oder Vertrauenseffekte bei Unternehmen und privaten Haushalten werden hingegen nicht berücksichtigt. Trotz dieser Einschränkungen kann mithilfe der in diesem Kasten vorgestellten Methode aufgezeigt werden, dass Bruttohandelsdaten eventuell irreführend sind, was die Bedeutung von Handelspartnern und verschiedenen Handelskanälen betrifft.

5 Schlussbemerkungen

Das Euro-Währungsgebiet ist in zunehmendem Maße in den Welthandel und in grenzüberschreitende Produktionsketten eingebunden. Betrachtet man die wichtigsten Handelspartner des Euroraums, so weisen die jeweiligen Handelsbeziehungen unterschiedliche Merkmale auf. Das Eurogebiet verfügt beispielsweise über sehr enge direkte Handelsverbindungen mit den Vereinigten Staaten, während China und das Vereinigte Königreich eine größere Bedeutung für den Zwischenhandel mit den Exporten des Euroraums haben. Dies lässt darauf schließen, dass die Konjunktur im Eurogebiet über den Handel relativ stark durch Veränderungen der Inlandsnachfrage in den USA beeinflusst wird, während die Entwicklungen in China und im Vereinigten Königreich in geringerem Maße zu Buche schlagen. Im Fall Chinas wird die aus dem Euroraum stammende Wertschöpfung größtenteils in die Vereinigten Staaten, aber auch nach Japan und Südkorea reexportiert. Was das Vereinigte Königreich und Russland anbelangt, so ist ihre Bedeutung als Zwischenhändler vor allem Ausdruck ihrer Rolle bei der Weiterverarbeitung der Wertschöpfung des Euroraums, die anschließend in das Eurogebiet, in andere fortgeschrittene Volkswirtschaften oder in die übrige Welt zurückexportiert wird (siehe Abbildung 7).

¹⁵ Siehe EZB, Gründe für die Schwäche des Welthandels, Wirtschaftsbericht 3/2015, April 2015.

¹⁶ So scheint sich zum Beispiel der Handel mit Vorleistungsgütern, der in einem engen Zusammenhang mit einer stärkeren vertikalen Spezialisierung stehen kann, in den Jahren 2012 und 2013 abgeschwächt zu haben. Siehe den in Fußnote 15 genannten Aufsatz.

Die Position der Handelspartner des Euroraums in den internationalen Wertschöpfungsketten hat Einfluss darauf, wie sich Produktionsschocks auf das Eurogebiet übertragen.

Ein Produktionsschock im Ausland würde sich auf das Euro-Währungsgebiet erstens über den bilateralen Handel auswirken und die direkten Ausfuhren in das Partnerland beeinflussen. Zweitens ergäbe sich ein Echoeffekt für den Handel, der davon abhängt, auf welche Weise andere Handelspartner betroffen sind und wie sich ihre Nachfrage nach Ausfuhren des Euroraums ändert. Drittens wären zusätzliche Auswirkungen über den Handel im Rahmen globaler Wertschöpfungsketten zu verzeichnen, und zwar in der Größenordnung, in der es sich bei Exporten des Eurogebiets um indirekte Exporte über einen Handelspartner in das endgültige Bestimmungsland handelt. Die letztendlichen Auswirkungen eines Produktionsschocks auf den Euroraum würden vom kombinierten Effekt der unterschiedlichen Handelskanäle bestimmt werden.

Eine Quantifizierung der verschiedenen Effekte legt nahe, dass bei dieser Methode die Auswirkungen für einige Handelspartner etwas geringer ausfallen als bei Betrachtung von Bruttohandelsdaten.

Grund hierfür ist die Tatsache, dass die Wertschöpfung, die in anderen Staaten erbracht wurde, sowie Ausfuhren, die in den Euroraum zurückfließen, keine Berücksichtigung finden. Zudem sind die Gesamtauswirkungen bei den meisten Ländern offenbar zu knapp der Hälfte auf den bilateralen Handel zurückzuführen, und auch der Echoeffekt hat mit rund der Hälfte ein ähnliches Ausmaß. Der Einfluss internationaler Wertschöpfungsketten dürfte – je nach Handelspartner – einen Anteil von etwa einem Zehntel haben.

Angesichts des kontinuierlichen Wandels grenzüberschreitender Produktionsstrukturen ist es unabdingbar, diese Entwicklungen fortlaufend zu überwachen.

Die globalen Input-Output-Tabellen sind ein unverzichtbares Instrument, um Veränderungen der internationalen Wertschöpfungsketten auf sehr granularer Ebene analysieren zu können. Im weiteren Zeitverlauf wird es allerdings notwendig sein, dass Daten über das Jahr 2011 hinaus zur Verfügung stehen, um so die Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten (und ihre jeweilige Entwicklung) auf die Wirtschaft des Euroraums korrekt zu beurteilen. Daher werden zukünftig Initiativen zur Erweiterung bzw. regelmäßigen Aktualisierung von Datenbanken wie der World Input-Output Database (oder alternativ aus Umfragen gewonnene oder auf Unternehmensebene erhobene Daten) in zunehmendem Maße erforderlich sein.

Öffentliche Investitionen in Europa

Seit der Krise sind die öffentlichen Investitionen in einer Reihe von europäischen Staaten zurückgegangen. Dies trifft insbesondere auf jene Länder zu, die unter den Druck der Märkte geraten waren.¹ Ein über längere Zeit niedriges Niveau öffentlicher Investitionen kann den öffentlichen Kapitalstock beeinträchtigen und die längerfristige Wirtschaftsleistung schwächen. Der Rückgang der staatlichen Investitionen und das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld haben Forderungen nach einer Ausweitung der öffentlichen Investitionsausgaben zur Ankurbelung der kurzfristigen Nachfrage und zur Steigerung des Produktionspotenzials laut werden lassen. In der Europäischen Union wurde in der Folge die Investitionsoffensive für Europa verabschiedet (2015). Doch die öffentlichen Finanzen zahlreicher EU-Staaten befinden sich nach wie vor in einer prekären Lage, und die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts machen vielerorts weitere haushaltspolitische Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich. Mithilfe einer modellgestützten Analyse werden in diesem Beitrag die Bedingungen beleuchtet, unter denen zusätzliche öffentliche Investitionen das Wirtschaftswachstum in bestmöglicher Weise stimulieren könnten, und wie sich dies auf die öffentlichen Finanzen auswirken würde.

1 Einleitung

Die öffentlichen Investitionsausgaben in Europa waren in den letzten Jahren rückläufig, was zu Forderungen führte, die staatliche Investitionstätigkeit im aktuellen Niedrigzinsumfeld auszuweiten. Während in der Europäischen Union als Ganzem die öffentlichen Investitionen in Relation zum BIP auf demselben Niveau wie vor der Krise liegen, ist diese Quote für den Euroraum – insbesondere in jenen Ländern, die sich aufgrund des Drucks der Märkte zu umfangreichen haushaltspolitischen Anpassungen gezwungen sahen – in den letzten Jahren gesunken. Wegen dieses Rückgangs und der anhaltenden Wachstumsschwäche im Gefolge der Krise ist eine Diskussion darüber entbrannt, ob die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen erhöht werden sollten. Dabei wird geltend gemacht, dass angesichts der günstigen Finanzierungsbedingungen für die Regierungen und geldpolitischer Leitzinsen in der Nähe von null öffentliche Investitionen besonders effektiv wären.² Dies hat zu Initiativen geführt, auf nationaler wie auf internationaler Ebene Impulse für mehr Investitionen im öffentlichen Sektor zu setzen (siehe Kasten 1 zur Investitionsoffensive für Europa).

Im vorliegenden Aufsatz wird die Wirkung zusätzlicher staatlicher Investitionen mit Blick auf ihre Wirtschaftlichkeit, das längerfristige Wachstum und die öffentlichen Finanzen untersucht. Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die jüngere Entwicklung der

¹ Im vorliegenden Aufsatz werden die öffentlichen Investitionen anhand der Bruttoanlageinvestitionen des Staatssektors gemessen, was die Verwendung vergleichbarer, für eine Vielzahl von Ländern zur Verfügung stehender Daten zulässt. Nähere Informationen zur Aussagekraft und zur Messung dieser Daten finden sich in Kasten 2.

² Siehe z. B. IWF, Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment, World Economic Outlook, 2014.

öffentlichen Investitionen in Europa und zieht einen Vergleich mit den Vereinigten Staaten und Japan. Abschnitt 3 bietet einen Abriss über die unterschiedlichen Ansätze in der Literatur hinsichtlich des Beitrags öffentlicher Investitionen zum Produktionswachstum. Abschnitt 4 befasst sich mit Modellsimulationen und geht der Frage nach, wie sich zusätzliche Staatsinvestitionen im Euro-Währungsgebiet auswirken. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

Kasten 1

Die Investitionsoffensive für Europa („Juncker-Plan“)

Bei der Investitionsoffensive für Europa (nach dem derzeitigen Präsidenten der Europäischen Kommission auch als „Juncker Plan“ bezeichnet) handelt es sich um ein von der Europäischen Kommission Ende 2014 vorgelegtes Maßnahmenpaket zur Mobilisierung zusätzlicher öffentlicher und privater Investitionen in die Realwirtschaft in Höhe von mindestens 315 Mrd € (rund 2 % des BIP der EU im Jahr 2015) im Zeitraum von 2015 bis 2017.³ Der Investitionsplan basiert auf drei Säulen: a) Einrichtung des Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFSI) zur Mobilisierung privater Investitionen, b) Unterstützung von Investoren bei der Ermittlung und dem Start neuer Investitionsprojekte durch die Schaffung der Europäischen Plattform für Investitionsberatung sowie des Europäischen Investitionsvorhabenportals und c) Verbesserung der Rahmenbedingungen für Investitionen mittels Strukturreformen auf europäischer und nationaler Ebene.

Im Rahmen der ersten Säule wurde bereits im Juni 2015, d. h. weniger als fünf Monate nach Vorlage des Legislativvorschlags durch die Kommission, die EFSI-Verordnung verabschiedet, sodass der Investitionsfonds im Oktober desselben Jahres seinen vorläufigen Betrieb aufnehmen konnte. Was die operative Umsetzung betrifft, wurde im EU-Haushalt eine Garantie von 16 Mrd € eingerichtet, die für die Bereitstellung öffentlicher Garantien durch den EFSI verwendet werden wird. Weitere 5 Mrd € wird die Europäische Investitionsbank (EIB) beisteuern. Diese anfängliche Ausstattung mit öffentlichen Mitteln verleiht dem EFSI eine Risikoabsorptionskapazität von 21 Mrd €, die durch private Mittel in Höhe von 294 Mrd € um den Faktor 15 (basierend auf historischen Erfahrungen) gehebelt werden soll. Die Gelder des Fonds werden durch zwei „Fenster“ ausgereicht – das Infrastruktur- und Innovationsfenster, über das die EIB rund 75 % der angestrebten Investitionen von insgesamt 315 Mrd € fördern wird, und das KMU-Fenster, welches für Finanzierungen über den Europäischen Investitionsfonds (EIF) vorgesehen ist.

Die Darlehensvergabe des EFSI soll dabei über die Standardaktivitäten der EIB und des EIF hinausgehen. Mit den Darlehen des EFSI sollten all jene Investitionsvorhaben zu „tragfähigen“ Zinssätzen gefördert werden, die sich – sei es aufgrund der Größe des Unternehmens, des hohen Risikos bei neuen Technologien oder aufgrund der erforderlichen Beachtung von Ausschlussfristen – weder am Markt noch über die Standardinstrumente der EIB bzw. des EIF finanzieren lassen. Der EFSI soll dabei „zusätzliche“ Investitionsprojekte – parallel zur Projektpipeline der EIB bzw. des EIF – auf den Weg bringen.⁴

³ Siehe die Mitteilung der Europäischen Kommission mit dem Titel „Eine Investitionsoffensive für Europa“, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52014DC0903>

⁴ Eine vollständige Beschreibung dieses Erfordernisses findet sich in Anhang II, der den einschlägigen Auszug der Verordnung (EU) 2015/1017 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Juni 2015 zum Europäischen Fonds für strategische Investitionen enthält.

Bislang liegen von neun Mitgliedstaaten (Bulgarien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, Polen, Slowakei, Vereinigtes Königreich) Kofinanzierungszusagen für EFSI-Projekte in Höhe von rund 43 Mrd € vor; keines der Länder hat jedoch einen direkten Beitrag zum Kapital des Investitionsfonds geleistet. Obwohl für die dem EFSI zugesagten Garantien oder Barmittel eine wohlwollende Behandlung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) vorgesehen ist, fließen die in Aussicht gestellten Beiträge der erwähnten Mitgliedstaaten lediglich in konkrete Einzelprojekte und nationale Investitionsplattformen.⁵ Daher wird sich die Beteiligung dieser Mitgliedstaaten auf Investitionsprojekte im eigenen Land beschränken. Dies verdeutlicht die Schwierigkeit bei der Überwindung des häufig in EU-Haushaltsdebatten angeführten Prinzips des „juste retour“, dem zufolge sich jeder Mitgliedstaat hauptsächlich darum sorgt, dass seine Beiträge zur Finanzausstattung der EU zurück in die nationale Volkswirtschaft fließen. Die Zuteilung EFSI-finanzierter Projekte erfolgt nicht auf der Basis nationaler Quoten, sondern allein nach ihrem Nutzen.

Die zweite Säule des Investitionsplans soll wesentlich dazu beitragen, verfahrenstechnische und informationsbedingte Ineffizienzen abzubauen, die eine Zusammenführung von Investitionsprojekten mit privaten bzw. öffentlichen Finanzierungen derzeit behindern.

Die bei der EIB eingerichtete und durch diese und die Kommission finanzierte Europäische Plattform für Investitionsberatung ist darauf ausgerichtet, a) Hilfestellung und Expertenwissen im Zusammenhang mit Investitionen anzubieten, b) eine Plattform für den Erfahrungsaustausch bereitzustellen und c) die vorhandene technische Unterstützung zu koordinieren. Das Europäische Investitionsvorhabenportal seinerseits wird Investoren bei der Suche nach Investitionsmöglichkeiten behilflich sein, indem es eine Liste von Investitionsprojekten führt, die die Ziele der EU unterstützen und binnen drei Jahren nach Registrierung im Portal – mit oder ohne EFSI-Finanzierung – an den Start gehen sollen.

Um die Aktivitäten im Rahmen der dritten Säule der Investitionsoffensive zu stärken, wurde die Verbesserung des Investitionsklimas in den Mitgliedstaaten zu einem Schwerpunkt des Europäischen Semesters 2016 erklärt.

Zu diesem Zweck wurde der Jahreswachstumsbericht 2016 durch eine Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen über die Herausforderungen für das Investitionsumfeld der Mitgliedstaaten ergänzt.⁶ Dieses Dokument enthält Länderprofile, in denen das nationale Investitionsumfeld sowie dessen zentrale Herausforderungen beschrieben werden, wobei auf folgende Bereiche eingegangen wird: a) öffentliche Verwaltung/Rahmenbedingungen für Unternehmen, b) Arbeitsmarkt/Bildung, c) Finanzsektor/Besteuerung, d) Forschung, Entwicklung und Innovation und e) sektorspezifische Regulierung. Die in diesem Stadium ermittelten wesentlichen Herausforderungen sollen im Rahmen des Europäischen Semesters – insbesondere in den Länderberichten und durch themenspezifische Erörterungen im Rat und seinen Ausschüssen – weiter analysiert werden und könnten auch zu länderspezifischen Empfehlungen an einzelne Mitgliedstaaten führen.

⁵ Die Kommission stellte im Januar 2015 klar, dass Bareinzahlungen zum Aufbau des EFSI bei der Festlegung der haushaltspolitischen Anpassung weder unter der präventiven noch unter der korrektiven Komponente des SWP angerechnet werden. Liegt das Haushaltsdefizit eines Landes über dem Referenzwert von 3 % des BIP, wird die Kommission kein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit einleiten, wenn die Überschreitung auf eine Einzahlung in den EFSI zurückzuführen und die Zielabweichung gering sowie voraussichtlich von vorübergehender Dauer ist. Auch bei der Beurteilung, ob das Schuldenstandskriterium erfüllt ist, bleiben Einzahlungen in den EFSI unberücksichtigt.

⁶ Siehe die Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen mit dem Titel „Challenges to Member States' Investment Environments“, abrufbar unter http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_challenges_ms_investment_environments_en.pdf

Eine EU-Agenda wird die Anstrengungen der Mitgliedstaaten zur Beseitigung von Investitionshemmnissen ergänzen.

Im Hinblick auf die auf europäischer Ebene zu ergreifenden Maßnahmen machte die Kommission deutlich, dass die Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Unternehmen sowie der Finanzierungsbedingungen in der EU entscheidend von den Fortschritten auf dem Weg zu einem digitalen Binnenmarkt, einer Energieunion und einer Kapitalmarktunion abhängt. Die 16 gezielten Maßnahmen im Rahmen der Strategie für einen digitalen Binnenmarkt sollen bis Ende 2016 und die 15 Maßnahmen, die mit Blick auf die Energieunion angekündigt wurden, im Zeitraum 2016-2017 umgesetzt werden. Der Aktionsplan für die Kapitalmarktunion wurde von der Kommission am 30. September 2015 veröffentlicht.⁷ In dem Dokument werden der EFSI und die anderen Säulen der Investitionsoffensive erörtert und die Absicht der Kommission bekannt gegeben, überarbeitete Kalibrierungen im Rahmen aufsichtlicher EU-Vorschriften für den Versicherungssektor (Solvabilität-II-Richtlinie) vorzulegen, um eine regulatorische Behandlung von Versicherungsunternehmen sicherzustellen, was langfristige Investitionen weiter ankurbeln könnte.

Weitere Fortschritte im Rahmen der dritten Säule der Investitionsoffensive sind für dessen Erfolg entscheidend.

Die Mobilisierung von Investitionen durch den Einsatz öffentlicher Mittel erfordert eine sorgfältige Untersuchung, wie diese Ressourcen am effektivsten zu verwenden sind; zugleich gelingt sie nur, wenn der Staat durch die wirksame Umsetzung konkreter Schritte – insbesondere Strukturreformen – zur Verbesserung des Investitionsklimas beiträgt. Daher sieht der Investitionsplan ein umfassendes Bündel an Maßnahmen aus verschiedenen Politikfeldern vor. Was die erste Säule betrifft, so wurden im Jahr 2015 rasche Fortschritte verzeichnet; laut Jahreswachstumsbericht 2016 sollen durch den EFSI bis Ende 2015 insgesamt 50 Mrd € für Investitionen in Europa mobilisiert worden sein. Dies entspricht rund 15 % des für den Zeitraum 2015-2017 vereinbarten Gesamtziels. In Bezug auf die anderen beiden Säulen werden in den verbleibenden zwei Jahren konkrete und wirksame Maßnahmen der Politik von entscheidender Bedeutung sein, um die EFSI-Finanzierung zu ergänzen und um sicherzustellen, dass diese zusätzlichen Mittel effektiv verwendet werden und der europäischen Wirtschaft zufließen. Insbesondere mit Blick auf die dritte Säule eignen sich Reformen zur Beseitigung von Investitionshemmnissen (z. B. Abbau administrativer Hürden für neu gegründete Unternehmen oder Beschleunigung von Insolvenzverfahren) und ihre Umsetzung dazu, die Opportunitätskosten von Investitionen nunmehr zu senken und die Weichen dafür zu stellen, dass Finanzmittel rasch in neue, durch solche Reformen geschaffene Investitionsmöglichkeiten fließen.⁸

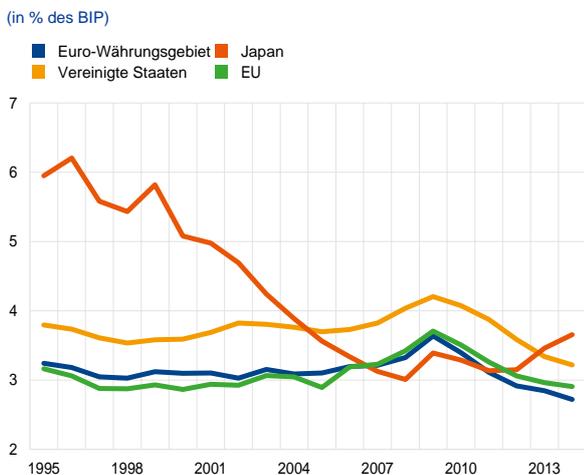
⁷ Siehe die Mitteilung der Europäischen Kommission mit dem Titel „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“, abrufbar unter http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_de.pdf

⁸ Siehe die Eröffnungsrede des Präsidenten der EZB anlässlich des ECB Forum on Central Banking in Sintra am 22. Mai 2015, abrufbar unter www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150522.de.html

2 Jüngere Entwicklung der öffentlichen Investitionsausgaben

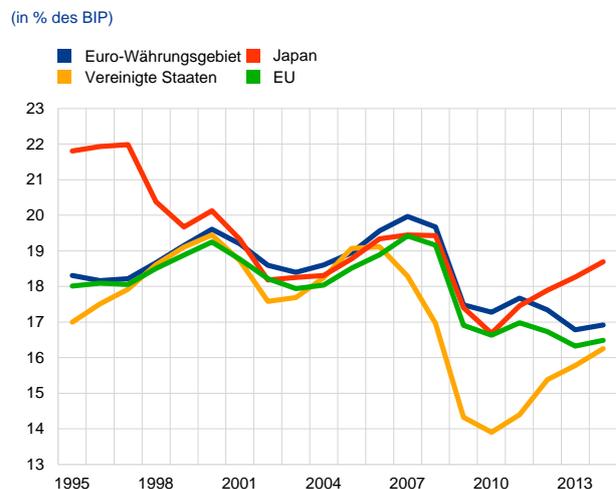
Sowohl öffentliche als auch private Investitionen sind in den Jahren nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise zurückgefahren worden. Mehr als ein Jahrzehnt lang hatte die Investitionsquote der öffentlichen Haushalte im Euroraum unverändert bei rund 3 % des BIP gelegen, um sich ab 2005 nach oben zu bewegen – bis auf 3,6 % des BIP im Jahr 2009 (siehe Abbildung 1). In den Jahren nach der Krise gingen die staatlichen Investitionsausgaben wieder auf einen Stand zurück, der noch unter dem durchschnittlichen Vorkrisenniveau von 3 % des BIP lag. Für die EU insgesamt weist die staatliche Investitionsquote ein ähnliches Verlaufsmuster auf, wenngleich der Rückgang nach der Krise weniger ausgeprägt war. Die Investitionen des öffentlichen Sektors in Europa entwickelten sich parallel zu jenen in den Vereinigten Staaten, wobei das Niveau in Europa jedoch etwas niedriger war. Im Gegensatz hierzu folgte die öffentliche Investitionsquote in Japan – ausgehend von einem hohen Stand Mitte der Neunzigerjahre – einem langfristigen Abwärtstrend; in neuerer Zeit setzte allerdings eine Erholung ein. Die Investitionen des Privatsektors waren in Europa während und nach der Krise rückläufig; anders als in den Vereinigten Staaten und in Japan blieb eine Erholung bislang aus (siehe Abbildung 2). Obgleich die Statistiken zu öffentlichen Investitionen gewissen Einschränkungen insbesondere in Bezug auf ihre Messung (siehe Kasten 2) unterworfen sind, lassen sich die jüngeren Entwicklungen bei den staatlichen Investitionsausgaben schwerlich durch diese Beschränkungen erklären. So ging in der EU die Abnahme der öffentlichen Investitionen nach der Krise mit sinkenden statt mit zunehmenden privaten Investitionsausgaben einher, obwohl der vermehrte Einsatz von öffentlich-privaten Partnerschaften und Privatisierungen seit den Siebzigerjahren für eine partielle Verlagerung der bis dato staatlichen Investitionstätigkeit in den privaten Sektor sorgte (siehe Abbildung 1 und 2).

Abbildung 1
Öffentliche Investitionen



Quelle: Europäische Kommission.

Abbildung 2
Private Investitionen



Quelle: Europäische Kommission.

Die Entwicklung der öffentlichen Investitionen verlief in den EU-Ländern sehr unterschiedlich. Vergleicht man den Anteil der staatlichen Investitionen am BIP vor der Krise mit dem Durchschnitt der letzten drei Jahre, so lassen sich drei Ländergruppen unterscheiden (siehe Abbildung 3). Erstens stechen Länder mit erheblichem haushaltspolitischen Konsolidierungsbedarf hervor, die ihre Investitionsausgaben stark gekürzt haben. Am deutlichsten sank die öffentliche Investitionsquote dort, wo der Staat – in einigen Fällen im Zusammenhang mit dem Boom vor der Krise – zunächst noch für hohe Investitionen gesorgt hatte, sowie in jenen Ländern, die dem Druck der Märkte ausgesetzt waren. Besonders ausgeprägt war der Rückgang der öffentlichen Investitionsquote in Kroatien, Portugal, Griechenland, Spanien, Zypern und Irland. Zweitens zeigt sich, dass die öffentlichen Investitionen in Staaten, deren Regierungen in den Jahren bis zur Krise vergleichsweise wenig investierten, weder nennenswert ab- noch zugenommen haben (Belgien, Deutschland und Österreich). Drittens ist zu erkennen, dass die öffentlichen Investitionen in einer Reihe östlicher EU-Länder – vor allem in jenen Staaten, die nach dem EU-Beitritt von der zunehmenden Inanspruchnahme von Kohäsionsfonds profitierten (Lettland, Polen, Rumänien und Bulgarien) – angestiegen sind.

Misst man die Investitionen des Staates in Relation zu seinen Ausgaben, ist die Heterogenität unter den EU-Ländern sogar noch größer. In Prozent des BIP (siehe Abbildung 3) ist die Investitionsquote durch die krisenbedingte Wachstumsabschwächung beeinflusst. In Relation zu den gesamten Staatsausgaben wiederum (siehe Abbildung 4) spiegeln die rückläufigen Investitionen unter Marktdruck geratener Länder die Tatsache wider, dass die öffentlichen Investitionsausgaben in stärkerem Maß als andere Ausgabenposten zur Haushaltskonsolidierung herangezogen wurden.

Abbildung 3
Verhältnis der öffentlichen Investitionen zum BIP

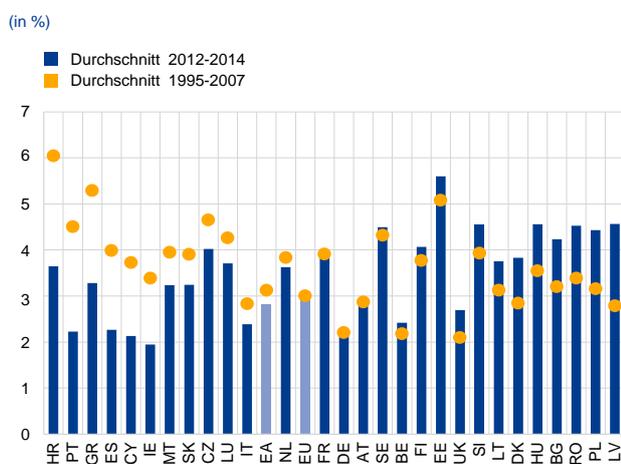
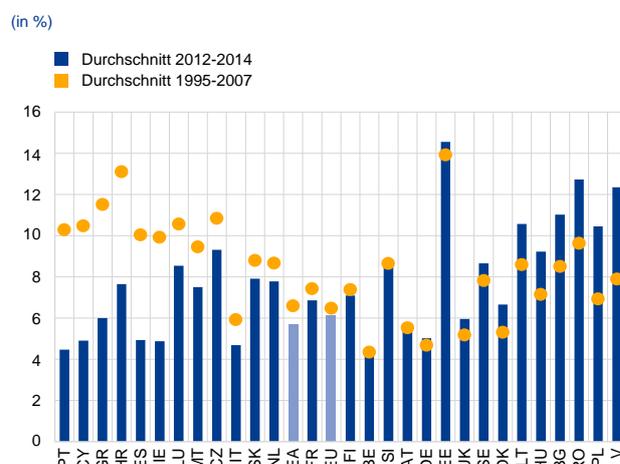


Abbildung 4
Verhältnis der öffentlichen Investitionen zu den Staatsausgaben



Kasten 2

Investitionen und Kapitalstock des öffentlichen Sektors: Daten- und Messprobleme

Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Problemen hinsichtlich der länderübergreifenden und zeitlichen Vergleichbarkeit von Daten zu den öffentlichen Investitionen und zum Kapitalstock. Vier Punkte bedürfen dabei besonderer Erwähnung. Erstens ist die Abgrenzung zwischen Investitionen und sonstigen Ausgaben des Staates unter dem Gesichtspunkt der Auswirkung auf die Produktionskapazitäten einer Volkswirtschaft nicht immer eindeutig. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) entsprechen die Bruttoanlageinvestitionen dem Erwerb abzüglich der Veräußerung materieller und immaterieller Anlagegüter (insbesondere von Ausrüstungen, Kraftfahrzeugen, Wohnbauten und Nichtwohngebäuden) durch gebietsansässige Produzenten. Jedoch werden die Ausgaben für Bildung und Gesundheit – die zur Erhöhung des (privaten) Humankapitalstocks beitragen und somit auch die Angebotsseite der Volkswirtschaft und das Wachstum stärken – in den meisten Fällen als laufende Ausgaben und nicht als Investitionen eingestuft. Ferner umfassen die öffentlichen Investitionen beispielsweise auch Ausgaben für Sportanlagen oder militärische Ausrüstung, deren Einfluss auf die volkswirtschaftlichen Produktionskapazitäten durchaus zu hinterfragen ist. Hinzu kommt, dass sich die Abgrenzung von Investitions- und Konsumausgaben im Zeitverlauf verändert hat. So werden die Ausgaben für Forschung und Entwicklung und rein militärische (d. h. nicht für zivile Zwecke einsetzbare) Ausrüstung nach dem aktuell verwendeten statistischen Standard des ESVG 2010 als Investitionsausgaben behandelt und nicht mehr wie noch im ESVG 95 als Konsumausgaben.⁹ Zweitens ist die Unterscheidung von öffentlichen und privaten Investitionen in der Praxis nicht immer eindeutig; beispielsweise ergeben sich bei einer Beteiligung privater Wirtschaftssubjekte an Infrastrukturprojekten im Rahmen von öffentlich-privaten Partnerschaften möglicherweise Risiken für die öffentlichen Haushalte, wenn der Staat (explizite oder implizite) Garantien gewährt. Drittens bestehen hinsichtlich der Abgrenzung des öffentlichen und privaten Sektors Unterschiede in den einzelnen Mitgliedstaaten, welche die von Land zu Land beobachteten Diskrepanzen zum Teil erklären. Viertens erfolgt die Gewinnung von Daten zum öffentlichen Kapitalstock nicht durch direkte Messungen, sondern auf Basis der Investitionsströme, der Abschreibungssätze und von Schätzungen des öffentlichen Kapitalstocks zu Beginn des Beobachtungszeitraums.

Die Einschränkungen der Daten zu den Investitionen (oder zum Kapitalstock) lassen sich durch die Verwendung alternativer Messgrößen für die (öffentlichen) Investitionen, z. B. physischer Indikatoren wie Breitbandabdeckung, Umfang des Straßen- und Schienennetzes oder Anzahl der Telefonanschlüsse, nicht vollständig umgehen. Eine erhebliche Beschränkung ergibt sich unter anderem daraus, dass die Qualität der Infrastruktur häufig nicht richtig gemessen wird, was wiederum Bewertungsfragen aufwirft, oder dass vergleichbare länderübergreifende Daten heterogen bzw. nicht hinreichend vorhanden sind.

In Anbetracht der geschilderten Mängel wird im vorliegenden Aufsatz – entsprechend der überwiegenden Praxis in der Literatur – die konventionelle Messgröße für die öffentlichen Investitionen gemäß Abgrenzung der VGR verwendet.

⁹ Weitere Informationen hierzu finden sich in: EZB, Neue internationale Statistikstandards – verbesserte Methodik und Datenverfügbarkeit, Monatsbericht August 2014.

Auf das Wirtschaftswachstum kann sich eine Steigerung der öffentlichen Investitionen in zweierlei Hinsicht vorteilhaft auswirken. Zum einen ergeben sich positive Effekte für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, zum anderen können effizient ausgestaltete öffentliche Investitionen infolge des höheren staatlichen Kapitalstocks die Produktionsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft ausweiten. Allerdings gilt es hierbei Kosten und Nutzen des zusätzlichen staatlichen Kapitals sorgfältig abzuwägen und die unterschiedlichen Effekte der Gegenfinanzierung auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Staatsfinanzen zu berücksichtigen.

Die Größenordnung der kurzfristigen Fiskalmultiplikatoren ist mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet. Auch wenn der durch staatliche Investitionsausgaben bedingte kurzfristige Fiskalmultiplikator in der Regel relativ hoch ist, so besteht ein erhebliches Maß an Unsicherheit über den Umfang länder-, zeit- und phasenspezifischer Multiplikatoren.¹⁰ Beispielsweise fallen die Multiplikatoren in Rezessionsphasen größer aus, während sie bei einer prekären Haushaltslage und insbesondere im Fall von Schuldentragfähigkeitsrisiken geringer sind. Darüber hinaus hängt die Höhe der Multiplikatoren davon ab, ob die Investitionsausgaben durch Neuverschuldung, höhere Staatseinnahmen oder aber durch Kürzungen in anderen Ausgabenbereichen gegenfinanziert werden.

Empirische Schätzungen zu den Auswirkungen eines höheren öffentlichen Kapitalstocks auf die gesamtwirtschaftliche Produktion führen tendenziell zu positiven, aber heterogenen Ergebnissen. So ergeben Schätzungen auf der Grundlage von Produktions- oder Kostenfunktionen üblicherweise einen (geringen) positiven Effekt, der jedoch je nach Zeitraum, Land, Messung des Kapitalstocks und verwendeter Schätzmethode deutlich unterschiedlich ausfällt (siehe Abbildung 5). Schätzungen zur Produktionselastizität des öffentlichen Kapitalstocks aus 68 Studien, die zwischen 1983 und 2008 veröffentlicht wurden, gelangen – bereinigt um einen etwaigen Publikationsbias – zu einer durchschnittlichen Produktionselastizität von 0,106.¹¹ Die allgemeine Schlussfolgerung dieses Forschungsansatzes lautet, dass der staatliche Kapitalstock die Höhe des Produktionspotenzials stützt, und zwar insbesondere Investitionen in die Kerninfrastruktur wie Straßenbau, Schienenverkehr und Telekommunikation. Im Laufe der Zeit lässt der positive Wachstumsbeitrag von Kapitalstockerhöhungen nach. Dies könnte damit zusammenhängen, dass in den meisten entwickelten Ländern die Grenzproduktivität des staatlichen Kapitals mit der Vollendung von Infrastrukturnetzen (Straßenbau, Schienenverkehr) tendenziell abnimmt, sodass der Zugewinn aus weiteren Investitionen geringer ausfällt als zuvor.¹²

¹⁰ Einen Überblick hierzu enthält: EZB, Fiskalmultiplikatoren und Zeitpunkt der Haushaltskonsolidierung, Monatsbericht April 2014, S. 83-99.

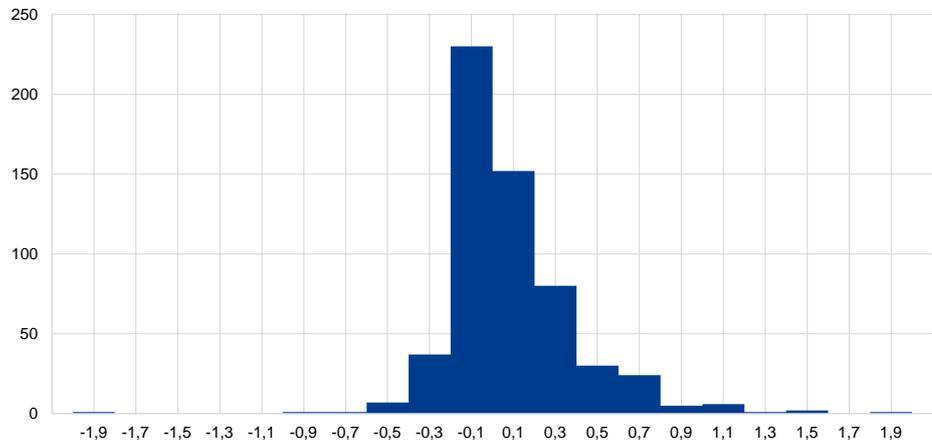
¹¹ Siehe z.B. P. R. D. Bom und J. E. Ligthart, What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?, in: Journal of Economic Surveys, Bd. 28, Nr. 5, 2014, S. 889-916.

¹² Siehe z.B. A. M. Pereira und J. M. Andraz, On the economic effects of public infrastructure investment: a survey of the international evidence, in: Journal of Economic Development, Bd. 38, Nr. 4, 2013, S. 1-37.

Abbildung 5

Produktionsfunktionsschätzungen zur Produktionselastizität des öffentlichen Kapitalstocks

(Schätzfrequenz)



Quelle: P. R. D. Bom und J. E. Ligthart, What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?, in: Journal of Economic Surveys, Bd. 28, Nr. 5, 2014, S. 889-916.

Beziehen Schätzungen zum Effekt öffentlicher Investitionen auch die Folgen für die Staatsfinanzen mit ein, fallen sie weniger günstig aus.

Der oben erwähnte Ansatz der Produktions- und Kostenfunktionen beleuchtet nur die Vorteile von Investitionen oder Kapitalstocks des Staates. Entscheidet sich eine Regierung jedoch für höhere Investitionen, muss sie im Gegenzug die staatlichen Konsumausgaben senken, die Steuern erhöhen oder die Verschuldung ausweiten. Auf vektorautoregressive (VAR-)Modelle gestützte Forschungsarbeiten, die dem Spannungsfeld zwischen einer Aufstockung der staatlichen Investitionen und den Gegenfinanzierungsmaßnahmen Rechnung tragen, gelangen häufig zu dem Ergebnis, dass sich das staatliche Kapital weniger positiv auf das Produktionswachstum auswirkt als dies bei Schätzungen auf Basis von Produktionsfunktionen der Fall ist; zuweilen ergibt sich auch ein neutraler oder sogar negativer Effekt.¹³

Strukturmodelle können näheren Aufschluss über die Determinanten der Wirksamkeit zusätzlicher Investitionen und über die Bedingungen geben, unter welchen sich eine Investition mehr oder weniger als produktiv erweist.

Bei einer expansiven Finanzpolitik wird der Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion beispielsweise höher ausfallen, sofern die Geldpolitik nicht mit höheren Leitzinsen reagiert. Darüber hinaus belegen Untersuchungen, die auch Verzögerungen bei der Umsetzung von Investitionsvorhaben berücksichtigen, für die kurze Frist lediglich geringfügig positive, möglicherweise sogar negative Reaktionen von Produktion und Beschäftigung.¹⁴ Bei stark differenzierten Strukturmodellen sind allerdings Restriktionen mit Blick auf das Datenmaterial in Kauf zu nehmen, da staatliche Investitionen in der Grundannahme oft als

¹³ Siehe z. B. C. Kamps, The Dynamic Effects of Public Capital: VAR Evidence for 22 OECD countries, in: International Tax and Public Finance, Bd. 12, Ausgabe 4, 2005, S. 533-558.

¹⁴ Siehe E. M. Leeper, T. B. Walker und S-C. S. Yang, Government investment and fiscal stimulus, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 57, Ausgabe 8, 2010, S. 1000-1012.

produktiv eingestuft werden und etwaige Produktivitätsschwankungen im Zeitverlauf unberücksichtigt bleiben. Beispielsweise stützen sich Modellsimulationen häufig auf eine positive Produktionselastizität des staatlichen Kapitalstocks, sodass die angenommene Produktionswirkung der öffentlichen Investitionen jene der staatlichen Konsumausgaben übersteigt.¹⁵

4 Modellsimulationen zu den Bestimmungsfaktoren der Wirksamkeit öffentlicher Investitionen

Das erhebliche Maß an Unsicherheit, mit der die bisherigen Schätzungen zur Wachstumswirkung öffentlicher Investitionen behaftet sind, verlangt nach einem umfassenden Ansatz, um die gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Effekte einer Ausweitung der staatlichen Investitionen bewerten zu können.

Daher stützt sich der vorliegende Beitrag auf das für Deutschland, das übrige Eurogebiet, die Vereinigten Staaten und die übrige Welt kalibrierte „Euro Area and Global Economy“ (EAGLE)-Modell¹⁶ (zu einer Kurzbeschreibung des Fiskalblocks dieses Modells siehe Kasten 3). Zur Veranschaulichung wird in diesem Abschnitt eine temporäre Erhöhung der öffentlichen Investitionen in einem großen Land des Euro-Währungsgebiets (Deutschland) unterstellt.¹⁷ Konkret steigen die staatlichen Investitionen über 20 Quartale hinweg um 1 % des anfänglichen BIP und gehen im Anschluss wieder schrittweise auf das Basisniveau¹⁸ zurück. Die Zusatzinvestitionen werden schuldenfinanziert, und die modellendogene Fiskalregel (Anpassung nicht verzerrender Steuern) wird für die ersten zehn Jahre des Simulationszeitraums ausgesetzt. Da angenommen wird, dass die Regierung auf ihre Schulden einen risikofreien Zinssatz leistet, werden die Effekte der möglichen Kreditrisikoprämie im Zusammenhang mit der Aussicht auf eine schlechtere Verschuldungsentwicklung hier ausgeblendet. Ferner schlägt sich das potenziell mit der Ausweitung der Staatsverschuldung verbundene Risiko nicht in den Bilanzen der Gläubiger in den jeweiligen Wirtschaftssektoren nieder. Diese wichtige Einschränkung gilt es bei der Deutung der Ergebnisse zu beachten – insbesondere in Bezug auf Länder, in denen die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung nicht ohne Weiteres gegeben ist und deren Finanzsektor einen großen Teil der Staatsanleihen des eigenen Landes hält. In der Benchmarksimulation ergibt sich für die Dauer von bis zu acht Quartalen kein Anstieg des Leitzinses des gemeinsamen Währungsraums als Reaktion auf die implizierten Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen im Eurogebiet. Hervorzuheben ist, dass der Kurs der Geldpolitik von den privaten Haushalten und den Unternehmen vollständig antizipiert wird.

¹⁵ Ein seltenes Beispiel einer keinerlei Restriktionen unterliegenden Schätzung, die im Rahmen eines dynamischen Gleichgewichtsmodells anhand von US-Daten zu einem realen Konjunkturzyklus unternommen wurde, findet sich bei V. Ercolani und J. Valle e Azevedo, The effects of public spending externalities, in: Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 46, Ausgabe C, 2014, S. 173-199. Die hier geschätzten öffentlichen Investitionen erweisen sich als unproduktiv.

¹⁶ Siehe S. Gomes, P. Jacquinot und M. Pisani, The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1195, 2010.

¹⁷ Obgleich für Deutschland kalibriert, sind die Simulationsrechnungen nicht unter landesspezifischen Aspekten, sondern als Veranschaulichung der betreffenden ökonomischen Kanäle zu sehen.

¹⁸ Das jeweilige Basisniveau richtet sich nach dem (langfristigen) Gleichgewicht des Modells.

Kasten 3

Der Fiskalblock im EAGLE-Modell

Die Darstellung des Sektors Staat im EAGLE-Modell entspricht – bis auf einige wenige Ausnahmen – dem Standard allgemeiner makroökonomischer Gleichgewichtsmodelle. Im Gegensatz zum Verhalten der Wirtschaftssubjekte des privaten Sektors beruht das finanzpolitische Handeln des Staates im EAGLE-Modell nicht explizit auf optimalen Entscheidungen. Die Regierungen legen die Ausgaben des öffentlichen Sektors auf der Basis beobachteter BIP-Quoten proportional zur nominalen Wirtschaftsleistung fest. Analog werden auf der Einnahmenseite die Steuern über exogen vorgegebene Steuersätze mit der jeweiligen Steuerbasis verknüpft. Das Niveau der Staatsverschuldung kann im Gleichgewicht ungleich null sein. Die Stabilität der Staatsschulden wird durch eine endogene Reaktion verzerrungsfreier Steuern auf Abweichungen der öffentlichen Schuldenquote vom Zielwert (Fiskalregel) gewährleistet. Aufgrund der jüngsten Verstärkung des Fiskalblocks können Konsum und Investitionen des öffentlichen Sektors laut Leeper et. al. (2010)¹⁹ stärker zur Herbeiführung optimaler Entscheidungen im privaten Sektor beitragen.

Insbesondere wird für den öffentlichen Kapitalstock ein bedeutender Einfluss auf die Produktion angenommen, sodass von Veränderungen der öffentlichen Investitionen starke und dauerhafte angebotsseitige Effekte ausgehen können. Die Produktionstechnologie auf Ebene der Vorleistungsgüter wird formal wie folgt beschrieben:

$$Y_t = z_t (K_{p,t})^\alpha (K_{G,t})^\beta (N_t)^{(1-\alpha-\beta)},$$

wobei Y_t für die gesamtwirtschaftliche Produktion, z_t für die totale Faktorproduktivität, $K_{p,t}$ und $K_{G,t}$ für den privaten bzw. öffentlichen Kapitalstock und N_t für die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden steht; α und β sind die Parameter für die Produktionselastizität des privaten bzw. öffentlichen Kapitalstocks. Der öffentliche Kapitalstock entsteht durch die Akkumulation der öffentlichen Investitionen abzüglich der Abschreibungen:

$$K_{G,t} = (1 - \delta_G) K_{G,t-1} + I_{G,t} \varepsilon_t$$

Hierbei ist δ_G der Abschreibungssatz für den öffentlichen Kapitalstock und ε_t der Schock im Zusammenhang mit der Effizienz öffentlicher Investitionen. Der Wert der Produktionselastizität des öffentlichen Kapitalstocks bestimmt die Produktivität des öffentlichen Kapitals (bei $\beta = 0$ geht von den öffentlichen Investitionen kein direkter Angebotseffekt aus, da der gesamte öffentliche Kapitalstock unproduktiv ist). Der Schwankungsbereich des Investitionseffizienzschocks gibt den Beitrag neuer Investitionsausgaben zur produktiven öffentlichen Infrastruktur an. Die spezifischen Werte der in der Basismodellsimulation verwendeten Parameter entsprechen in etwa jenen bei Leeper et. al. (2010): $\alpha = 0,30$, $\beta = 0,10$ und $\delta_G = 0,025$.

¹⁹ Siehe E. M. Leeper, T. B. Walker und S-C. S. Yang, Government investment and fiscal stimulus, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 57, Ausgabe 8, 2010, S. 1000-1012.

Ferner wird angenommen, dass es sich bei privaten und öffentlichen Konsumgütern um Komplementärgüter handelt, sodass sich Veränderungen des Staatsverbrauchs dauerhaft auf den Verbrauch im privaten Sektor auswirken können. Für die privaten Haushalte wird ein Nutzen aus dem Verbrauch eines zusammengesetzten Gutes – bestehend aus privaten und öffentlichen Konsumgütern – unterstellt:

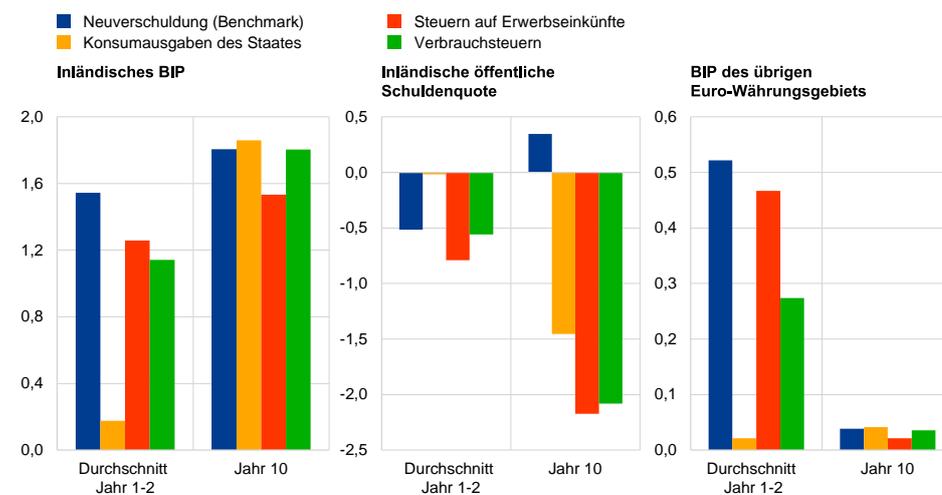
$$CC_t = \left(v^{\frac{\mu-1}{\mu}} C_{p,t}^{\frac{\mu}{\mu-1}} + (1-v)^{\frac{\mu-1}{\mu}} C_{G,t}^{\frac{\mu}{\mu-1}} \right)^{\frac{\mu-1}{\mu}}$$

Dabei gilt: CC_t ist ein zusammengesetztes Konsumgut, $C_{p,t}$ und $C_{G,t}$ stellen die privaten bzw. öffentlichen Konsumgüter dar, v entspricht dem Anteil der privaten Güter im Warenkorb (bei $v=1$ ergibt sich aus dem öffentlichen Verbrauch kein Nutzen für die privaten Haushalte), und μ ist die Substitutionselastizität des öffentlichen und privaten Verbrauchs ($\mu \rightarrow 0$ bedeutet, dass die öffentlichen und privaten Güter einander vollständig ergänzen, während $\mu \rightarrow \infty$ für die uneingeschränkte Austauschbarkeit dieser Güter steht). Die spezifischen Werte der in der Basismodellsimulation verwendeten Parameter entsprechen den bei Coenen et. al. (2013)²⁰ ermittelten Schätzungen für das Euro-Währungsgebiet: $v = 0,75$ und $\mu = 0,50$.

Trotz seiner auf kurze und längere Sicht positiven Effekte für die Binnenwirtschaft trägt sich der Investitionsanstieg nicht selbst, da er längerfristig eine höhere staatliche Schuldenquote zur Folge hat. Der Investitionsschock wirkt sich in der kurzen Frist stark positiv auf das inländische BIP aus (siehe Abbildung 6). Entsprechend der lebhafteren Binnennachfrage und der ausbleibenden Reaktion der Geldpolitik zieht die inländische Teuerung zunächst

Abbildung 6
Modellsimulationen mit unterschiedlichen Finanzierungsoptionen zur Aufstockung der öffentlichen Investitionen

(Abweichung vom Basisszenario; in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

²⁰ Siehe G. Coenen, R. Straub und M. Trabandt, Gauging the effects of a fiscal stimulus package in the euro area, in: Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 37, Ausgabe 2, 2013, S. 367-386.

an. Der implizite Realzins gibt vorübergehend nach und verleiht der Nachfrage des privaten Sektors kurzfristig einen zusätzlichen Impuls. In der mittleren Frist verstärken sich die positiven Effekte des Investitionsschocks auf die Produktionskapazitäten, sodass die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter auf einen Wert steigt, der rund 1,8 % über ihrer Basislinie liegt. Im Bereich der öffentlichen Finanzen führen der kurzfristige Inflationsdruck und die Ausweitung der Binnennachfrage zu einem konjunkturbedingt höheren Steueraufkommen, wodurch der Anstieg des gesamtstaatlichen Defizits, der sich aus den höheren Investitionsausgaben ergeben hat, teilweise wieder ausgeglichen wird. Infolgedessen sinkt in der kurzen Frist die öffentliche Schuldenquote. Da aber so lange ein erhöhtes Haushaltsdefizit zu verzeichnen sein wird, wie die zusätzlichen öffentlichen Investitionen andauern, ergibt sich ohne zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen auf mittlere Sicht ein – freilich moderater – Anstieg der Schuldenquote.

Die Simulationsrechnungen weisen für das übrige Eurogebiet auf einen positiven kurzfristigen Produktionsimpuls hin. Von dem binnenwirtschaftlichen Schock der öffentlichen Investitionen gehen vor allem infolge der Handelsbeziehungen positive Übertragungswirkungen auf die Wirtschaft im übrigen Euroraum aus. Die höhere privatwirtschaftliche Importnachfrage und ein Anstieg der relativen Preise heimischer Güter in der Binnenwirtschaft tragen zu einer Ankurbelung der Ausfuhren der anderen Euro-Länder bei.

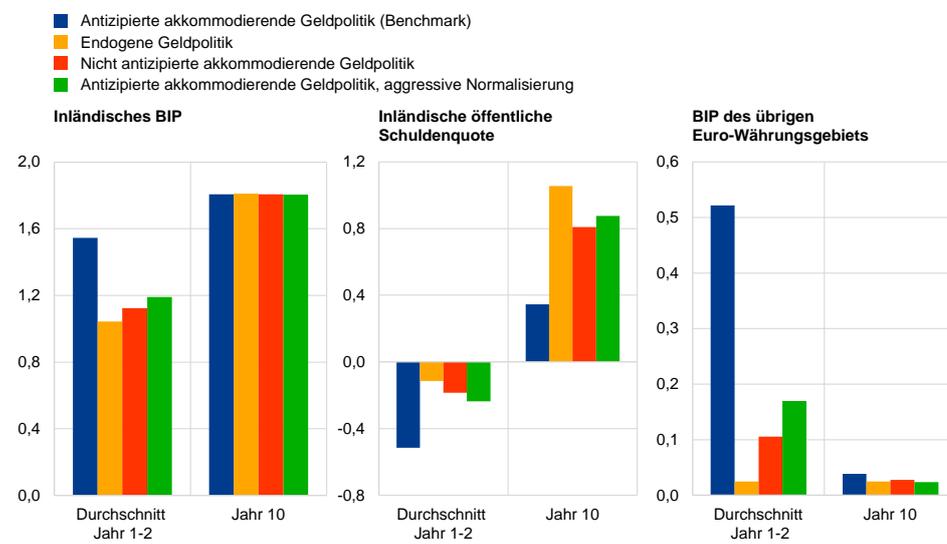
Eine Gegenfinanzierung öffentlicher Investitionen durch Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen schmälert die kurzfristige Produktionswirkung, verbessert aber die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Wird die Aufstockung der staatlichen Investitionen durch eine entsprechende (ex ante vorgenommene) Verringerung der Konsumausgaben des Staates (um 1 % des BIP) gegenfinanziert, neutralisiert dies in der kurzen Frist weitgehend die positive Nachfragewirkung des Investitionsschocks. Werden zur Gegenfinanzierung in gleichem Umfang und ex ante die Steuersätze auf Erwerbseinkünfte oder die Verbrauchsteuersätze angehoben, fallen die positiven Nachfrageeffekte schätzungsweise etwas geringer aus als im schuldenfinanzierten Benchmarkszenario. Eine höhere Besteuerung von Erwerbseinkünften beeinträchtigt die inländische Ausfuhr durch die geringere preisliche Wettbewerbsfähigkeit am Weltmarkt. Die negativen Folgen der Verbrauchsteuererhöhung ergeben sich über den Kanal eines geringeren real verfügbaren Einkommens in erster Linie für den privaten Verbrauch. Ferner beeinträchtigt der Verzerrungseffekt, der sich infolge der höheren Besteuerung der Erwerbseinkünfte für den Arbeitseinsatz ergibt, auf lange Sicht deutlich die gesamtwirtschaftliche Produktion. Im Hinblick auf die Lage der öffentlichen Finanzen hat die Gegenfinanzierung der ausgeweiteten Investitionsausgaben durch Steuererhöhungen in der kurzen Frist eine günstigere Entwicklung des Haushaltsdefizits zur Folge und beinhaltet eine längerfristig rückläufige Schuldenquote. Diese Ergebnisse beruhen auf der Annahme, dass die Regierung alle Ausgabenkategorien außer den öffentlichen Investitionen auf der Höhe des anfänglichen Basisniveaus belässt und die Staatseinnahmen analog zum zusätzlichen BIP-Wachstum ansteigen. Das Steuermehraufkommen, welches sich konjunkturbedingt aus dem Investitionsschock ergibt, wird in diesem Szenario also nicht zur Gegenfinanzierung von Mehrausgaben, sondern für eine Schuldenrückführung eingesetzt.

Die Reaktion der Geldpolitik nimmt mit Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Effekte einer Aufstockung der öffentlichen Investitionen – insbesondere hinsichtlich der Übertragungseffekte für den übrigen Euroraum – eine Schlüsselrolle ein. Wenn die Geldpolitik entgegen der Benchmarksimulation den Schock nicht hinnimmt, sondern als Reaktion auf die infolge des kurzfristigen Nachfrageschubs gestiegenen Inflationsrisiken die Leitzinsen anhebt, fällt die Belegung der privaten Konsumausgaben wie auch der Investitionsausgaben verhaltener aus, was auf kurze Sicht wiederum den Produktionszuwachs schmälert (siehe Abbildung 7). In diesem Szenario entwickelt sich die öffentliche Verschuldung über den gesamten Simulationszeitraum hinweg ungünstiger. Darüber hinaus neutralisiert eine endogene Reaktion der Geldpolitik im Wesentlichen die positiven schockbedingten Übertragungseffekte für den übrigen Euroraum, da die positiven Außenhandelseffekte durch höhere reale Zinssätze aufgezehrt werden. Ähnlich verhält es sich, wenn die Stillhaltepolitik der Zentralbank, d. h. der akkommodierende geldpolitische Kurs, nicht vom privaten Sektor antizipiert wird: In diesem Fall dürfte die makroökonomische Reaktion in einem stärkeren Maße schrittweise erfolgen als im BenchmarkszENARIO. Legt die Geldpolitik ihren Schwerpunkt darüber hinaus weniger auf die Glättung der Zinssätze als auf die Stabilisierung von Inflation und Produktion, kehrt sie also schneller von einer Politik der unveränderten Leitzinsen zu einer normalen Ausrichtung zurück („aggressive Normalisierung“), fallen die geschätzten Effekte für die Binnenwirtschaft sowie die Übertragungseffekte für den übrigen Währungsraum deutlich geringer aus.

Eine geringere Effizienz der Investitionen und eine niedrigere Produktivität des öffentlichen Kapitalstocks schmälern den Nutzen zusätzlicher Staatsinvestitionen. In der Benchmarksimulation wird für alle Neuinvestitionen des Staates angenommen, dass sie zunächst zum produktiven Kapitalstock hinzukommen, und es wird eine positive, auf 0,1 kalibrierte Produktionselastizität des öffentlichen

Abbildung 7
Modellsimulationen mit unterschiedlichen Reaktionen der Geldpolitik

(Abweichung vom Basisszenario; in %)

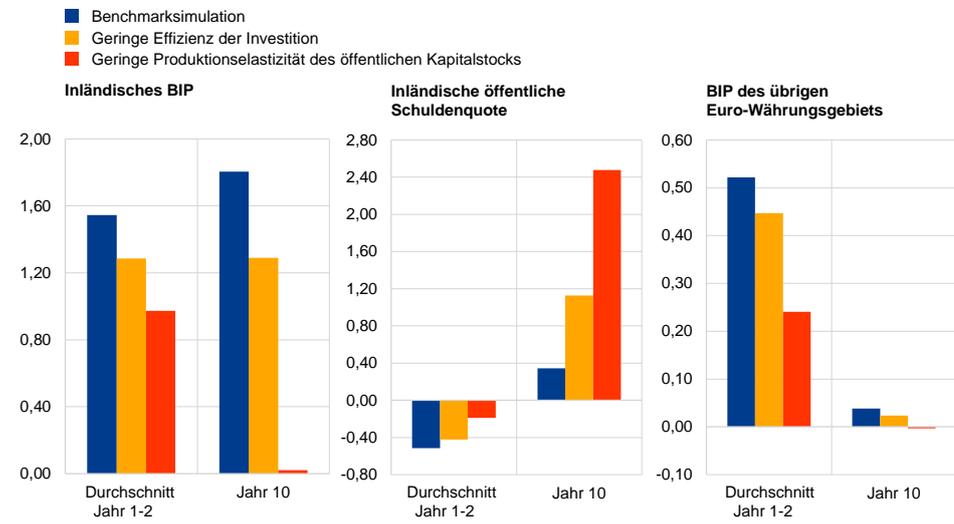


Quelle: EZB-Berechnungen.

Abbildung 8

Modellsimulationen mit unterschiedlicher Effizienz und Effektivität des öffentlichen Kapitalstocks

(Abweichung vom Basisszenario; in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Kapitalstocks unterstellt. In einem Alternativszenario mit einer geringen Effizienz öffentlicher Investitionen, in welchem lediglich die Hälfte der zusätzlichen Investitionen zu einer Stärkung der produktiven öffentlichen Infrastruktur beiträgt, ergibt sich sowohl für die Binnenwirtschaft als auch für das übrige Eurogebiet ein schwächerer Impuls (siehe Abbildung 8). Eine Simulationsrechnung zu effizienten Investitionen, in der die Produktionselastizität des öffentlichen Kapitalstocks mit null angesetzt (dem staatlichen Kapital also so gut wie kein produktiver Nutzen beigemessen) wird, zeitigt einen noch stärker dämpfenden Effekt. Hier würden sich die höheren öffentlichen Investitionen nur auf der Nachfrageseite unmittelbar auswirken. Gleichwohl ergibt sich kurzfristig auch ein positiver, wenngleich geringerer Effekt auf die Produktion. Allerdings lässt dieser auf mittlere Sicht allmählich nach, da von den privaten Konsumausgaben und den Investitionsausgaben kein Wachstumsbeitrag mehr ausgeht. Daher ist der konjunkturbedingte Anstieg des Steueraufkommens begrenzt, was eine deutliche Verschlechterung der Haushaltslage zur Folge hat. Auch die Übertragungseffekte auf den übrigen Währungsraum fallen erheblich geringer aus. Die positive Wirkung öffentlicher Investitionen hängt also von der Effizienz der staatlichen Investitionsausgaben und der Produktivität des öffentlichen Kapitalstocks ab.

5 Schlussbemerkungen

Seit der Krise sind die öffentlichen Investitionen in Europa insgesamt deutlich zurückgegangen, wenngleich die Entwicklung in den einzelnen Ländern unterschiedlich verlief. In diesem Zusammenhang wurden Forderungen laut, der öffentliche Sektor solle angesichts der niedrigen Finanzierungskosten für Staaten, des schwachen Wirtschaftswachstums und einer Geldpolitik an der Untergrenze der Leitzinsen verstärkt Investitionen tätigen.

Eine Steigerung der öffentlichen Investitionen wirkt sich positiv auf die Nachfrage aus und kann durch die Erhöhung des öffentlichen Kapitalstocks zum Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft beitragen.

In empirischen Untersuchungen zum Einfluss des staatlichen Kapitalstocks auf die gesamtwirtschaftliche Produktion wird in der Regel ein positiver Effekt beobachtet. Allerdings weisen die Schätzungen – je nach Zeitraum, Land, Messung des Kapitalstocks und verwendeter Schätzmethode – erhebliche Abweichungen auf. Ebenso kann die Produktivität von Kapitalstockerhöhungen im Zeitverlauf schwanken und somit auch sinken. Eine Aufstockung öffentlicher Investitionen ist hinsichtlich ihrer Produktivität und ihrer Finanzierung sowie der relativen Kosten und des relativen Nutzens der Finanzierungsalternativen zu prüfen.

Modellsimulationen zur Ausweitung öffentlicher Investitionen in einer großen Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets zeigen, wie die Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und die öffentlichen Haushalte von unterschiedlichen Umsetzungsstrategien abhängen.

Erstens wird sich eine Erhöhung der öffentlichen Investitionen – angesichts der antizipierten akkommodierenden Geldpolitik – am stärksten auf die kurzfristige Nachfrage auswirken, wobei sich diese Effekte auch auf andere Länder übertragen können. Diese Feststellung spricht im gegenwärtigen Niedriginflationsumfeld für eine Aufstockung der öffentlichen Investitionen. Zweitens ergibt sich aus einer über Schulden oder höhere Einnahmen finanzierten Ausweitung produktiver öffentlicher Investitionen in der kurzen Frist ein deutlich stärkerer Produktionsanstieg als bei einer Finanzierung durch Kürzungen in anderen Ausgabenbereichen. Werden öffentliche Investitionen jedoch über Steuern mit Verzerrungswirkungen (z. B. Steuern auf Erwerbseinkommen) finanziert, müssen die auf die zusätzlichen staatlichen Investitionen zurückzuführenden kurzfristigen Produktionszuwächse den steuerbedingten längerfristigen Produktionseinbußen gegenübergestellt werden, während bei einer Schuldenfinanzierung die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte in Frage gestellt werden kann. Die längerfristigen positiven Effekte auf das Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft sowie auf die öffentlichen Haushalte hängen schließlich auch entscheidend von der Wirksamkeit der Investitionen und der Produktivität des öffentlichen Kapitalstocks ab. Sind diese niedrig, geht eine verstärkte Investitionstätigkeit des öffentlichen Sektors mit einer deutlichen Eintrübung der voraussichtlichen Verschuldungsentwicklung und mit weniger dauerhaften Produktionszuwächsen einher. Die genannten Feststellungen unterstreichen einmal mehr, wie wichtig wirtschaftliche Überlegungen für die konsequente Auswahl produktiver Investitionsprojekte sind.

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

| | BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %) | | | | | | VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %) | | | | | | |
|---------------------|--|--------------------|------------------------|-------|-------|------------------------------------|---|---------------------------------|--------------------|-------------------------------|-------|-------|---|
| | G 20 | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Japan | China | Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet | OECD-Länder | | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich (HVPI) | Japan | China | Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet ²⁾ (HVPI) |
| | | | | | | | Insgesamt | Ohne Nahrungsmittel und Energie | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2013 | 3,1 | 1,5 | 2,2 | 1,4 | 7,7 | -0,3 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 2,6 | 0,4 | 2,6 | 1,4 |
| 2014 | 3,3 | 2,4 | 2,9 | -0,1 | 7,3 | 0,9 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 2,7 | 2,0 | 0,4 |
| 2015 | . | 2,4 | 2,2 | 0,5 | 6,9 | 1,6 | 0,6 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,8 | 1,4 | 0,0 |
| 2015 Q1 | 0,8 | 0,2 | 0,4 | 1,1 | 1,3 | 0,6 | 0,6 | 1,7 | -0,1 | 0,1 | 2,3 | 1,2 | -0,3 |
| Q2 | 0,8 | 1,0 | 0,6 | -0,4 | 1,9 | 0,4 | 0,5 | 1,6 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 1,4 | 0,2 |
| Q3 | . | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 1,8 | 0,3 | 0,5 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 1,7 | 0,1 |
| Q4 | . | 0,3 | 0,5 | -0,3 | 1,6 | 0,3 | 0,7 | 1,8 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 0,2 |
| 2015 Sept. | - | - | - | - | - | - | 0,4 | 1,8 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 1,6 | -0,1 |
| Okt. | - | - | - | - | - | - | 0,6 | 1,8 | 0,2 | -0,1 | 0,3 | 1,3 | 0,1 |
| Nov. | - | - | - | - | - | - | 0,7 | 1,8 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 0,1 |
| Dez. | - | - | - | - | - | - | 0,9 | 1,9 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 1,6 | 0,2 |
| 2016 Jan. | - | - | - | - | - | - | 1,2 | 1,9 | 1,4 | 0,3 | 0,0 | 1,8 | 0,3 |
| Febr. ³⁾ | - | - | - | - | - | - | . | . | . | . | . | . | -0,2 |

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

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

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

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

| | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt) | | | | | | | | | Wareneinfuhr ¹⁾ | | |
|------------|--|--------------------|------------------------|-------|-------|------------------------------------|---|------------------|-------------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|
| | Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex | | | | | | Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾ | | | Global | Industrieländer | Schwellenländer |
| | Global ²⁾ | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Japan | China | Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet | Verarbeitendes Gewerbe | Dienstleistungen | Auftrags-eingänge im Exportgeschäft | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2013 | 53,4 | 54,8 | 56,8 | 52,6 | 51,5 | 49,7 | 52,2 | 52,7 | 50,6 | 3,1 | -0,1 | 5,4 |
| 2014 | 54,2 | 57,3 | 57,9 | 50,9 | 51,1 | 52,7 | 53,1 | 54,1 | 51,5 | 3,2 | 3,6 | 2,8 |
| 2015 | 53,3 | 55,8 | 56,3 | 51,4 | 50,4 | 53,8 | 51,7 | 53,9 | 50,3 | 1,1 | 3,8 | -0,9 |
| 2015 Q1 | 53,9 | 56,9 | 57,3 | 50,4 | 51,5 | 53,3 | 53,0 | 54,3 | 50,6 | -1,9 | 1,5 | -4,2 |
| Q2 | 53,3 | 55,9 | 57,2 | 51,3 | 51,1 | 53,9 | 51,1 | 54,1 | 49,6 | -0,9 | -0,9 | -0,9 |
| Q3 | 53,0 | 55,4 | 55,1 | 51,9 | 49,0 | 53,9 | 50,2 | 54,0 | 48,8 | 1,8 | 1,1 | 2,4 |
| Q4 | 52,7 | 55,0 | 55,4 | 52,3 | 49,9 | 54,1 | 51,3 | 53,2 | 50,5 | 0,7 | 0,3 | 1,0 |
| 2015 Sept. | 52,3 | 55,0 | 53,3 | 51,2 | 48,0 | 53,6 | 49,9 | 53,2 | 48,1 | 1,8 | 1,1 | 2,4 |
| Okt. | 52,7 | 55,0 | 55,3 | 52,3 | 49,9 | 53,9 | 51,2 | 53,3 | 50,9 | 1,8 | 2,3 | 1,4 |
| Nov. | 53,3 | 56,1 | 55,7 | 52,3 | 50,5 | 54,2 | 51,8 | 53,8 | 50,7 | 0,1 | 1,1 | -0,7 |
| Dez. | 52,2 | 54,0 | 55,3 | 52,2 | 49,4 | 54,3 | 50,9 | 52,6 | 49,8 | 0,7 | 0,3 | 1,0 |
| 2016 Jan. | 52,2 | 53,2 | 56,2 | 52,6 | 50,1 | 53,6 | 51,0 | 52,7 | 50,1 | . | . | . |
| Febr. | 50,0 | 50,0 | 52,8 | 51,0 | 49,4 | 53,0 | 49,8 | 50,0 | 48,9 | . | . | . |

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

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

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

| | Euro-Währungsgebiet ¹⁾ | | | | | Vereinigte Staaten | Japan |
|-----------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | Tagesgeld (EONIA) 1 | Einmonatsgeld (EURIBOR) 2 | Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3 | Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4 | Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5 | Dreimonatsgeld (LIBOR) 6 | Dreimonatsgeld (LIBOR) 7 |
| 2013 | 0,09 | 0,13 | 0,22 | 0,34 | 0,54 | 0,27 | 0,15 |
| 2014 | 0,09 | 0,13 | 0,21 | 0,31 | 0,48 | 0,23 | 0,13 |
| 2015 | -0,11 | -0,07 | -0,02 | 0,05 | 0,17 | 0,31 | 0,09 |
| 2015 Aug. | -0,12 | -0,09 | -0,03 | 0,04 | 0,16 | 0,32 | 0,09 |
| Sept. | -0,14 | -0,11 | -0,04 | 0,04 | 0,15 | 0,33 | 0,08 |
| Okt. | -0,14 | -0,12 | -0,05 | 0,02 | 0,13 | 0,32 | 0,08 |
| Nov. | -0,13 | -0,14 | -0,09 | -0,02 | 0,08 | 0,37 | 0,08 |
| Dez. | -0,20 | -0,19 | -0,13 | -0,04 | 0,06 | 0,53 | 0,08 |
| 2016 Jan. | -0,24 | -0,22 | -0,15 | -0,06 | 0,04 | 0,62 | 0,08 |
| Febr. | -0,24 | -0,25 | -0,18 | -0,12 | -0,01 | 0,62 | 0,01 |

Quelle: EZB.

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

2.2 Zinsstrukturkurven

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

| | Kassazinssätze | | | | | Spreads | | | Momentane (implizite) Terminzinssätze | | | |
|-----------|---------------------------------------|-------------|--------------|--------------|---------------|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------------------|---------------|---------------|----------------|
| | Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)} | | | | | Euro-Währungs- gebiet ^{1), 2)} | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)} | | | |
| | 3 Monate 1 | 1 Jahr 2 | 2 Jahre 3 | 5 Jahre 4 | 10 Jahre 5 | 10 Jahre - 1 Jahr 6 | 10 Jahre - 1 Jahr 7 | 10 Jahre - 1 Jahr 8 | 1 Jahr 9 | 2 Jahre 10 | 5 Jahre 11 | 10 Jahre 12 |
| 2013 | 0,08 | 0,09 | 0,25 | 1,07 | 2,24 | 2,15 | 2,91 | 2,66 | 0,18 | 0,67 | 2,53 | 3,88 |
| 2014 | -0,02 | -0,09 | -0,12 | 0,07 | 0,65 | 0,74 | 1,95 | 1,45 | -0,15 | -0,11 | 0,58 | 1,77 |
| 2015 | -0,45 | -0,40 | -0,35 | 0,02 | 0,77 | 1,17 | 1,66 | 1,68 | -0,35 | -0,22 | 0,82 | 1,98 |
| 2015 Aug. | -0,25 | -0,27 | -0,22 | 0,14 | 0,82 | 1,09 | 1,84 | 1,46 | -0,25 | -0,07 | 0,86 | 1,97 |
| Sept. | -0,36 | -0,27 | -0,24 | 0,04 | 0,70 | 0,97 | 1,73 | 1,24 | -0,22 | -0,17 | 0,73 | 1,76 |
| Okt. | -0,35 | -0,33 | -0,31 | -0,03 | 0,63 | 0,96 | 1,82 | 1,40 | -0,32 | -0,25 | 0,66 | 1,69 |
| Nov. | -0,41 | -0,40 | -0,40 | -0,13 | 0,58 | 0,98 | 1,73 | 1,34 | -0,41 | -0,36 | 0,58 | 1,77 |
| Dez. | -0,45 | -0,40 | -0,35 | 0,02 | 0,77 | 1,17 | 1,66 | 1,68 | -0,35 | -0,22 | 0,82 | 1,98 |
| 2016 Jan. | -0,45 | -0,45 | -0,47 | -0,23 | 0,44 | 0,89 | 1,47 | 1,18 | -0,47 | -0,46 | 0,43 | 1,55 |
| Febr. | -0,50 | -0,51 | -0,54 | -0,36 | 0,22 | 0,73 | 1,14 | 1,01 | -0,54 | -0,56 | 0,18 | 1,23 |

Quelle: EZB.

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

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

| | Dow Jones Euro STOXX | | | | | | | | | | | | Vereinigte Staaten | Japan |
|-----------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--|-----------------------|-----------------------------|------------------------|----------------|-----------------------|--|------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------|
| | Benchmark | | Hauptbranchen | | | | | | | | | | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| | Gesamt- index 1 | Euro STOXX 50 2 | Grund- stoffe 3 | Verbrau- chernahe Dienstlei- stungen 4 | Konsum- güter 5 | Erdöl und Erdgas 6 | Finanz- sektor 7 | Industrie 8 | Techno- logie 9 | Versor- gungsun- ternehmen 10 | Telekom- munikation 11 | Gesund- heits- wesen 12 | 13 | 14 |
| 2013 | 281,9 | 2 794,0 | 586,3 | 195,0 | 468,2 | 312,8 | 151,5 | 402,7 | 274,1 | 230,6 | 253,4 | 629,4 | 1 643,8 | 13 577,9 |
| 2014 | 318,7 | 3 145,3 | 644,3 | 216,6 | 510,6 | 335,5 | 180,0 | 452,9 | 310,8 | 279,2 | 306,7 | 668,1 | 1 931,4 | 15 460,4 |
| 2015 | 356,2 | 3 444,1 | 717,4 | 261,9 | 628,2 | 299,9 | 189,8 | 500,6 | 373,2 | 278,0 | 377,7 | 821,3 | 2 061,1 | 19 203,8 |
| 2015 Aug. | 356,7 | 3 444,4 | 711,9 | 261,9 | 615,0 | 287,7 | 193,9 | 504,6 | 359,9 | 274,9 | 390,0 | 856,9 | 2 039,9 | 19 919,1 |
| Sept. | 330,9 | 3 165,5 | 649,6 | 250,9 | 566,4 | 267,2 | 178,5 | 469,7 | 339,5 | 250,8 | 362,6 | 817,4 | 1 944,4 | 17 944,2 |
| Okt. | 342,2 | 3 275,5 | 658,6 | 261,3 | 598,9 | 290,0 | 183,4 | 478,7 | 360,4 | 263,5 | 362,3 | 823,9 | 2 024,8 | 18 374,1 |
| Nov. | 358,2 | 3 439,6 | 703,0 | 269,0 | 640,1 | 297,3 | 187,0 | 507,4 | 394,1 | 270,3 | 385,3 | 850,1 | 2 080,6 | 19 581,8 |
| Dez. | 346,0 | 3 288,6 | 652,5 | 262,8 | 630,2 | 278,1 | 180,2 | 494,9 | 391,7 | 263,6 | 363,3 | 811,0 | 2 054,1 | 19 202,6 |
| 2016 Jan. | 320,8 | 3 030,5 | 589,3 | 250,1 | 584,0 | 252,6 | 161,6 | 463,6 | 379,6 | 254,3 | 345,1 | 769,6 | 1 918,6 | 17 302,3 |
| Febr. | 304,3 | 2 862,6 | 559,2 | 245,9 | 569,1 | 250,5 | 144,0 | 449,9 | 352,5 | 245,7 | 332,8 | 732,6 | 1 904,4 | 16 347,0 |

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

| | Einlagen | | | | Revolvierende Kredite und Überziehungskredite | Echte Kreditkartenkredite | Konsumentenkredite | | | Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit | Wohnungsbaukredite | | | | Effektiver Zinssatz ³⁾ | Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten |
|--------------------------|----------------|---|---------------------------|------------------|---|---------------------------|------------------------------|---|---|---|--------------------|---|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|---|
| | Täglich fällig | Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten | Mit vereinbarter Laufzeit | | | | Mit anfänglicher Zinsbindung | Effektiver Jahreszinssatz ³⁾ | Mit anfänglicher Zinsbindung | | | | | | | |
| | | | Bis zu 2 Jahren | Mehr als 2 Jahre | | | | | Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr | | Mehr als 1 Jahr | Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr | Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren | Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | |
| 2015 Febr. | 0,18 | 0,85 | 0,97 | 1,53 | 7,13 | 17,05 | 5,18 | 6,47 | 6,82 | 2,79 | 2,09 | 2,51 | 2,35 | 2,48 | 2,58 | 2,37 |
| März | 0,17 | 0,83 | 0,89 | 1,24 | 7,13 | 17,05 | 5,16 | 6,17 | 6,50 | 2,72 | 2,10 | 2,45 | 2,24 | 2,39 | 2,53 | 2,29 |
| April | 0,16 | 0,79 | 0,87 | 1,19 | 7,03 | 17,01 | 4,89 | 6,13 | 6,42 | 2,66 | 2,01 | 2,38 | 2,17 | 2,36 | 2,49 | 2,23 |
| Mai | 0,16 | 0,82 | 0,84 | 1,13 | 6,98 | 17,08 | 5,04 | 6,29 | 6,60 | 2,67 | 2,05 | 2,33 | 2,10 | 2,29 | 2,45 | 2,17 |
| Juni | 0,15 | 0,78 | 0,77 | 1,11 | 6,97 | 17,02 | 4,88 | 6,15 | 6,47 | 2,59 | 2,03 | 2,27 | 2,12 | 2,31 | 2,48 | 2,18 |
| Juli | 0,15 | 0,74 | 0,67 | 1,14 | 6,83 | 17,08 | 5,10 | 6,20 | 6,53 | 2,61 | 2,05 | 2,25 | 2,21 | 2,36 | 2,56 | 2,22 |
| Aug. | 0,14 | 0,67 | 0,67 | 1,00 | 6,83 | 17,03 | 5,30 | 6,28 | 6,62 | 2,60 | 2,12 | 2,35 | 2,30 | 2,33 | 2,60 | 2,26 |
| Sept. | 0,14 | 0,67 | 0,67 | 1,08 | 6,85 | 17,06 | 5,21 | 6,18 | 6,55 | 2,68 | 2,07 | 2,36 | 2,29 | 2,38 | 2,61 | 2,25 |
| Okt. | 0,14 | 0,66 | 0,65 | 0,99 | 6,71 | 16,98 | 5,22 | 6,03 | 6,43 | 2,64 | 2,06 | 2,32 | 2,30 | 2,41 | 2,58 | 2,26 |
| Nov. | 0,14 | 0,65 | 0,64 | 0,96 | 6,68 | 16,91 | 5,23 | 6,22 | 6,60 | 2,68 | 2,04 | 2,31 | 2,32 | 2,45 | 2,62 | 2,27 |
| Dez. | 0,13 | 0,64 | 0,64 | 0,98 | 6,61 | 16,95 | 4,84 | 5,94 | 6,25 | 2,53 | 1,99 | 2,27 | 2,27 | 2,42 | 2,55 | 2,22 |
| 2016 Jan. ^(p) | 0,12 | 0,62 | 0,63 | 1,25 | 6,65 | 16,87 | 5,31 | 6,30 | 6,65 | 2,53 | 1,98 | 2,23 | 2,30 | 2,41 | 2,52 | 2,23 |

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

| | Einlagen | | | Revolvierende Kredite und Überziehungskredite | Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung) | | | | | | | | | Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten |
|--------------------------|----------------|---------------------------|------------------|---|--|---------------------------------|-----------------|--|---------------------------------|-----------------|--|---------------------------------|-----------------|---|
| | 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 | |
| 2015 Febr. | 0,21 | 0,35 | 1,04 | 3,43 | 3,60 | 3,72 | 3,13 | 2,23 | 2,71 | 2,39 | 1,51 | 1,99 | 2,14 | 2,36 |
| März | 0,21 | 0,32 | 0,97 | 3,39 | 3,46 | 3,65 | 3,10 | 2,16 | 2,65 | 2,32 | 1,61 | 2,12 | 2,00 | 2,35 |
| April | 0,19 | 0,30 | 0,90 | 3,34 | 3,46 | 3,58 | 2,97 | 2,18 | 2,60 | 2,26 | 1,61 | 1,93 | 2,02 | 2,32 |
| Mai | 0,18 | 0,30 | 0,91 | 3,28 | 3,37 | 3,50 | 2,97 | 2,15 | 2,46 | 2,23 | 1,56 | 1,85 | 2,04 | 2,25 |
| Juni | 0,18 | 0,31 | 1,09 | 3,25 | 3,19 | 3,47 | 2,87 | 2,09 | 2,33 | 2,23 | 1,59 | 1,91 | 2,03 | 2,24 |
| Juli | 0,17 | 0,32 | 0,86 | 3,19 | 3,27 | 3,60 | 2,87 | 2,07 | 2,36 | 2,20 | 1,50 | 1,73 | 2,04 | 2,17 |
| Aug. | 0,17 | 0,24 | 0,92 | 3,16 | 3,25 | 3,57 | 2,91 | 2,07 | 2,32 | 2,23 | 1,39 | 1,53 | 2,03 | 2,13 |
| Sept. | 0,17 | 0,26 | 0,98 | 3,20 | 3,23 | 3,51 | 2,89 | 2,03 | 2,25 | 2,21 | 1,49 | 1,87 | 2,17 | 2,20 |
| Okt. | 0,16 | 0,26 | 0,80 | 3,09 | 3,18 | 3,42 | 2,89 | 2,04 | 2,28 | 2,20 | 1,43 | 1,69 | 2,02 | 2,14 |
| Nov. | 0,16 | 0,23 | 0,84 | 3,05 | 3,14 | 3,39 | 2,88 | 2,02 | 2,16 | 2,20 | 1,37 | 1,62 | 1,98 | 2,09 |
| Dez. | 0,14 | 0,23 | 0,85 | 3,01 | 3,07 | 3,18 | 2,77 | 2,01 | 2,13 | 2,17 | 1,43 | 1,77 | 1,92 | 2,06 |
| 2016 Jan. ^(p) | 0,13 | 0,26 | 0,78 | 2,97 | 3,22 | 3,25 | 2,78 | 2,00 | 2,22 | 2,18 | 1,39 | 1,68 | 2,07 | 2,09 |

Quelle: EZB.

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

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

2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

| | Umlauf | | | | | | | Bruttoabsatz ¹⁾ | | | | | | | |
|--------------------|-----------|----------------------------------|---|---|--|----------------|--------------------------------|---|-----------|----------------------------------|--|----------------|--------------------------------|-----------------------|--|
| | Insgesamt | MFIs (einschließlich Eurosystem) | Kapitalgesellschaften ohne MFIs | | | | Öffentliche Haushalte | | Insgesamt | MFIs (einschließlich Eurosystem) | Kapitalgesellschaften ohne MFIs | | | Öffentliche Haushalte | |
| | | | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften | Zentralstaaten | Sonstige öffentliche Haushalte | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | | | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften | Zentralstaaten | Sonstige öffentliche Haushalte | | |
| | | | FMKGs | | | | | FMKGs | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| Kurzfristig | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 1 253 | 483 | 122 | . | 67 | 529 | 53 | 508 | 314 | 30 | . | 44 | 99 | 21 | |
| 2014 | 1 320 | 544 | 129 | . | 59 | 538 | 50 | 409 | 219 | 34 | . | 38 | 93 | 25 | |
| 2015 | 1 260 | 521 | 135 | . | 61 | 478 | 65 | 334 | 151 | 36 | . | 32 | 82 | 34 | |
| 2015 Aug. | 1 341 | 558 | 130 | . | 79 | 515 | 59 | 291 | 132 | 28 | . | 22 | 79 | 29 | |
| Sept. | 1 327 | 545 | 127 | . | 75 | 520 | 59 | 345 | 162 | 31 | . | 29 | 93 | 30 | |
| Okt. | 1 339 | 552 | 144 | . | 74 | 509 | 60 | 363 | 172 | 31 | . | 32 | 86 | 42 | |
| Nov. | 1 351 | 559 | 144 | . | 73 | 509 | 66 | 311 | 140 | 39 | . | 30 | 75 | 26 | |
| Dez. | 1 260 | 521 | 135 | . | 61 | 478 | 65 | 294 | 133 | 50 | . | 27 | 57 | 26 | |
| 2016 Jan. | 1 283 | 527 | 137 | . | 68 | 483 | 67 | 325 | 141 | 31 | . | 33 | 87 | 33 | |
| Langfristig | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 15 107 | 4 404 | 3 087 | . | 921 | 6 069 | 627 | 222 | 70 | 39 | . | 16 | 89 | 9 | |
| 2014 | 15 127 | 4 047 | 3 158 | . | 994 | 6 285 | 643 | 221 | 66 | 43 | . | 16 | 85 | 10 | |
| 2015 | 15 171 | 3 783 | 3 207 | . | 1 065 | 6 480 | 637 | 213 | 66 | 44 | . | 13 | 81 | 8 | |
| 2015 Aug. | 15 243 | 3 892 | 3 232 | . | 1 035 | 6 447 | 636 | 112 | 42 | 19 | . | 4 | 44 | 4 | |
| Sept. | 15 259 | 3 864 | 3 236 | . | 1 042 | 6 485 | 632 | 257 | 64 | 82 | . | 14 | 93 | 4 | |
| Okt. | 15 331 | 3 859 | 3 290 | . | 1 048 | 6 498 | 636 | 232 | 78 | 44 | . | 12 | 89 | 10 | |
| Nov. | 15 376 | 3 869 | 3 277 | . | 1 061 | 6 525 | 644 | 196 | 67 | 34 | . | 16 | 67 | 11 | |
| Dez. | 15 171 | 3 783 | 3 207 | . | 1 065 | 6 480 | 637 | 153 | 49 | 60 | . | 16 | 23 | 4 | |
| 2016 Jan. | 15 140 | 3 749 | 3 186 | . | 1 052 | 6 520 | 634 | 202 | 75 | 21 | . | 6 | 93 | 8 | |

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

| | Schuldverschreibungen | | | | | | | Börsennotierte Aktien | | | |
|-----------------------|-----------------------|----------------------------------|---|---|--|-----------------------|--------------------------------|-----------------------|-------|---|--|
| | Insgesamt | MFIs (einschließlich Eurosystem) | Kapitalgesellschaften ohne MFIs | | | Öffentliche Haushalte | | Insgesamt | MFIs | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften |
| | | | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften | Zentralstaaten | Sonstige öffentliche Haushalte | | | | |
| | | | FMKGs | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | |
| Bestände | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 16 360,7 | 4 886,5 | 3 209,1 | . | 987,4 | 6 598,1 | 679,6 | 5 649,0 | 569,1 | 747,3 | 4 332,7 |
| 2014 | 16 446,4 | 4 590,6 | 3 287,3 | . | 1 052,4 | 6 823,2 | 692,9 | 5 958,0 | 591,1 | 784,6 | 4 582,3 |
| 2015 | 16 430,8 | 4 303,8 | 3 341,6 | . | 1 126,1 | 6 957,8 | 701,5 | 6 720,7 | 586,1 | 891,5 | 5 243,1 |
| 2015 Aug. | 16 584,4 | 4 450,1 | 3 362,1 | . | 1 114,3 | 6 962,5 | 695,3 | 6 576,6 | 630,6 | 848,4 | 5 097,6 |
| Sept. | 16 585,9 | 4 409,6 | 3 363,2 | . | 1 116,9 | 7 004,9 | 691,3 | 6 273,7 | 582,5 | 804,8 | 4 886,4 |
| Okt. | 16 670,5 | 4 410,5 | 3 434,5 | . | 1 122,3 | 7 007,0 | 696,3 | 6 812,7 | 612,1 | 873,0 | 5 327,6 |
| Nov. | 16 727,2 | 4 428,1 | 3 420,5 | . | 1 134,4 | 7 034,0 | 710,2 | 7 006,2 | 613,9 | 922,6 | 5 469,8 |
| Dez. | 16 430,8 | 4 303,8 | 3 341,6 | . | 1 126,1 | 6 957,8 | 701,5 | 6 720,7 | 586,1 | 891,5 | 5 243,1 |
| 2016 Jan. | 16 422,9 | 4 276,0 | 3 322,9 | . | 1 119,5 | 7 003,4 | 701,1 | 6 313,9 | 490,7 | 832,3 | 4 990,9 |
| Wachstumsraten | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -1,4 | -8,9 | -3,4 | . | 8,0 | 4,5 | -1,1 | 0,7 | 7,2 | -0,4 | 0,2 |
| 2014 | -0,6 | -7,8 | 0,4 | . | 5,1 | 3,1 | 1,2 | 1,4 | 7,2 | 1,0 | 0,7 |
| 2015 | -0,2 | -7,0 | 3,0 | . | 5,3 | 1,8 | 0,5 | 1,1 | 4,5 | 1,5 | 0,6 |
| 2015 Aug. | -1,0 | -7,3 | 0,4 | . | 4,1 | 1,9 | -0,2 | 1,0 | 3,3 | 0,4 | 0,8 |
| Sept. | -0,5 | -7,5 | 2,1 | . | 4,4 | 2,4 | -1,9 | 1,0 | 3,3 | 0,5 | 0,7 |
| Okt. | 0,1 | -6,0 | 2,4 | . | 4,3 | 2,4 | 0,1 | 1,0 | 3,3 | 0,9 | 0,7 |
| Nov. | 0,0 | -5,6 | 1,5 | . | 4,5 | 2,2 | 1,2 | 1,0 | 3,0 | 1,5 | 0,6 |
| Dez. | -0,2 | -7,0 | 3,0 | . | 5,3 | 1,8 | 0,5 | 1,1 | 4,5 | 1,5 | 0,6 |
| 2016 Jan. | -0,8 | -7,9 | 1,4 | . | 4,4 | 2,0 | 0,6 | 1,0 | 3,3 | 1,8 | 0,7 |

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

| | EWK-19 | | | | | | EWK-38 | |
|------------|--|------------------|------------------|---------------------------|-----------------------------------|---------------------|--------------|------------------|
| | Nominal 1 | Real VPI 2 | Real EPI 3 | Real BIP-Deflator 4 | Real LSK/VG ²⁾ 5 | Real LSK/GW 6 | Nominal 7 | Real VPI 8 |
| 2013 | 101,2 | 98,2 | 96,7 | 91,1 | 102,0 | 98,8 | 111,9 | 95,6 |
| 2014 | 101,8 | 97,9 | 96,7 | 91,3 | 102,2 | 100,4 | 114,7 | 96,1 |
| 2015 | 92,4 | 88,4 | 89,1 | . | . | . | 106,5 | 87,9 |
| 2015 Q1 | 93,0 | 89,2 | 89,4 | 83,9 | 91,3 | 92,2 | 106,4 | 88,3 |
| Q2 | 91,2 | 87,5 | 88,2 | 82,3 | 90,0 | 90,1 | 104,4 | 86,4 |
| Q3 | 92,7 | 88,7 | 89,6 | 84,0 | 91,6 | 91,4 | 107,6 | 88,7 |
| Q4 | 92,4 | 88,4 | 89,3 | . | . | . | 107,7 | 88,4 |
| 2015 Sept. | 93,8 | 89,7 | 90,7 | - | - | - | 109,6 | 90,3 |
| Okt. | 93,6 | 89,6 | 90,5 | - | - | - | 109,0 | 89,7 |
| Nov. | 91,1 | 87,1 | 88,1 | - | - | - | 106,0 | 87,0 |
| Dez. | 92,5 | 88,3 | 89,2 | - | - | - | 108,0 | 88,5 |
| 2016 Jan. | 93,6 | 89,1 | 90,2 | - | - | - | 109,9 | 89,7 |
| Febr. | 94,7 | 90,0 | 91,2 | - | - | - | 111,3 | 91,0 |
| | <i>Veränderung gegen Vormonat in %</i> | | | | | | | |
| 2016 Febr. | 1,2 | 1,0 | 1,2 | - | - | - | 1,3 | 1,4 |
| | <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | |
| 2016 Febr. | 1,5 | 0,6 | 1,6 | - | - | - | 4,0 | 2,5 |

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

| | Chinesischer Renminbi ¥uan 1 | Kroatische Kuna 2 | Tschechi- sche Krone 3 | Dänische Krone 4 | Ungarischer Forint 5 | Japani- scher Yen 6 | Polnischer Zloty 7 | Pfund Sterling 8 | Rumäni- scher Leu 9 | Schwedische Krone 10 | Schweizer Franken 11 | US-Dollar 12 |
|------------|--|-------------------------|------------------------------|------------------------|----------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------|
| 2013 | 8,165 | 7,579 | 25,980 | 7,458 | 296,873 | 129,663 | 4,197 | 0,849 | 4,4190 | 8,652 | 1,231 | 1,328 |
| 2014 | 8,186 | 7,634 | 27,536 | 7,455 | 308,706 | 140,306 | 4,184 | 0,806 | 4,4437 | 9,099 | 1,215 | 1,329 |
| 2015 | 6,973 | 7,614 | 27,279 | 7,459 | 309,996 | 134,314 | 4,184 | 0,726 | 4,4454 | 9,353 | 1,068 | 1,110 |
| 2015 Q1 | 7,023 | 7,681 | 27,624 | 7,450 | 308,889 | 134,121 | 4,193 | 0,743 | 4,4516 | 9,380 | 1,072 | 1,126 |
| Q2 | 6,857 | 7,574 | 27,379 | 7,462 | 306,100 | 134,289 | 4,088 | 0,721 | 4,4442 | 9,300 | 1,041 | 1,105 |
| Q3 | 7,008 | 7,578 | 27,075 | 7,462 | 312,095 | 135,863 | 4,188 | 0,717 | 4,4290 | 9,429 | 1,072 | 1,112 |
| Q4 | 7,000 | 7,623 | 27,057 | 7,460 | 312,652 | 132,952 | 4,264 | 0,722 | 4,4573 | 9,302 | 1,085 | 1,095 |
| 2015 Sept. | 7,146 | 7,589 | 27,089 | 7,461 | 313,145 | 134,851 | 4,218 | 0,731 | 4,4236 | 9,392 | 1,091 | 1,122 |
| Okt. | 7,135 | 7,621 | 27,105 | 7,460 | 311,272 | 134,839 | 4,251 | 0,733 | 4,4227 | 9,349 | 1,088 | 1,124 |
| Nov. | 6,840 | 7,607 | 27,039 | 7,460 | 312,269 | 131,597 | 4,249 | 0,707 | 4,4453 | 9,313 | 1,083 | 1,074 |
| Dez. | 7,019 | 7,640 | 27,027 | 7,461 | 314,398 | 132,358 | 4,290 | 0,726 | 4,5033 | 9,245 | 1,083 | 1,088 |
| 2016 Jan. | 7,139 | 7,658 | 27,027 | 7,462 | 314,679 | 128,324 | 4,407 | 0,755 | 4,5311 | 9,283 | 1,094 | 1,086 |
| Febr. | 7,266 | 7,636 | 27,040 | 7,463 | 310,365 | 127,346 | 4,397 | 0,776 | 4,4814 | 9,410 | 1,102 | 1,109 |
| | <i>Veränderung gegen Vormonat in %</i> | | | | | | | | | | | |
| 2016 Febr. | 1,8 | -0,3 | 0,1 | 0,0 | -1,4 | -0,8 | -0,2 | 2,8 | -1,1 | 1,4 | 0,7 | 2,1 |
| | <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | |
| 2016 Febr. | 2,4 | -1,0 | -2,1 | 0,2 | 1,1 | -5,4 | 5,3 | 4,7 | 1,1 | -0,8 | 3,8 | -2,3 |

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

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

| | Insgesamt ¹⁾ | | | Direktinvestitionen | | Wertpapieranlagen | | Finanz- derivate (netto) | Übriger Kapitalverkehr | | Währungs- reserven | Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung |
|---|-------------------------|----------|----------|---------------------|---------|-------------------|----------|--------------------------------|------------------------|---------|-----------------------|---|
| | Aktiva | Passiva | Saldo | Aktiva | Passiva | Aktiva | Passiva | | Aktiva | Passiva | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Bestände (Auslandsvermögensstatus) | | | | | | | | | | | | |
| 2014 Q4 | 19 874,6 | 20 995,4 | -1 120,7 | 8 247,8 | 6 403,1 | 6 467,3 | 9 829,8 | -43,1 | 4 590,4 | 4 762,5 | 612,3 | 12 048,4 |
| 2015 Q1 | 21 841,7 | 22 847,8 | -1 006,0 | 8 952,8 | 6 632,8 | 7 225,2 | 11 059,5 | -69,3 | 5 042,7 | 5 155,5 | 690,4 | 13 008,1 |
| Q2 | 21 447,0 | 22 295,7 | -848,7 | 8 871,7 | 6 704,2 | 7 105,7 | 10 628,1 | -24,8 | 4 835,9 | 4 963,4 | 658,5 | 12 653,2 |
| Q3 | 21 347,0 | 22 222,1 | -875,1 | 9 177,3 | 7 153,7 | 6 781,0 | 10 124,9 | -36,7 | 4 781,1 | 4 943,4 | 644,2 | 12 668,6 |
| <i>Bestände in % des BIP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q3 | 206,9 | 215,3 | -8,5 | 88,9 | 69,3 | 65,7 | 98,1 | -0,4 | 46,3 | 47,9 | 6,2 | 122,8 |
| Transaktionen | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 547,1 | 511,7 | 35,5 | 193,7 | 89,2 | 137,1 | 249,9 | 22,6 | 187,9 | 172,5 | 5,8 | - |
| Q2 | 60,9 | 23,0 | 37,9 | 97,0 | 139,7 | 128,2 | 1,5 | 1,3 | -163,3 | -118,3 | -2,4 | - |
| Q3 | 59,0 | 13,9 | 45,1 | 106,4 | 137,8 | 14,2 | -106,9 | -1,7 | -62,6 | -16,9 | 2,7 | - |
| Q4 | -117,8 | -215,2 | 97,4 | 42,6 | 40,2 | 102,9 | -31,5 | 16,4 | -284,3 | -224,0 | 4,6 | - |
| 2015 Juli | 120,0 | 130,9 | -10,8 | 82,7 | 95,4 | 14,9 | -63,6 | 9,9 | 19,5 | 99,1 | -7,0 | - |
| Aug. | -18,4 | -25,3 | 6,9 | -10,0 | 4,3 | -12,1 | -34,3 | -7,8 | 10,1 | 4,7 | 1,4 | - |
| Sept. | -42,6 | -91,6 | 49,0 | 33,8 | 38,1 | 11,4 | -9,0 | -3,8 | -92,2 | -120,7 | 8,3 | - |
| Okt. | 121,9 | 84,4 | 37,5 | 39,9 | 43,9 | 56,0 | 30,0 | -0,7 | 32,7 | 10,5 | -6,0 | - |
| Nov. | -32,2 | -51,1 | 18,9 | -4,9 | -4,5 | 27,0 | -3,2 | 9,8 | -66,5 | -43,4 | 2,5 | - |
| Dez. | -207,5 | -248,5 | 40,9 | 7,6 | 0,9 | 19,9 | -58,3 | 7,3 | -250,5 | -191,0 | 8,1 | - |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Dez. | 549,3 | 333,4 | 215,9 | 439,8 | 407,0 | 382,5 | 113,1 | 38,6 | -322,3 | -186,7 | 10,7 | - |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Dez. | 5,3 | 3,2 | 2,1 | 4,2 | 3,9 | 3,7 | 1,1 | 0,4 | -3,1 | -1,8 | 0,1 | - |

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

| | Bruttoinlandsprodukt (BIP) | | | | | | | | | | | |
|---|----------------------------|------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|---|-----------------------|--|----------------------------|-----------------------|-----------------------|---------|
| | Ins- gesamt | Inländische Verwendung | | | | | | | Außenbeitrag ¹⁾ | | | |
| | | Zusam- men | Private Konsum- ausgaben | Konsum- ausgaben des Staates | Bruttoanlageinvestitionen | | | Vorrats- verände- rungen ²⁾ | Zusam- men | Exporte ¹⁾ | Importe ¹⁾ | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | Bau- investi- tionen | Ausrüs- tungs- investi- tionen | Geistiges Eigentum | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| In jeweiligen Preisen (in Mrd €) | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 9 931,8 | 9 595,2 | 5 558,5 | 2 094,5 | 1 949,0 | 1 005,5 | 573,7 | 365,7 | -6,8 | 336,6 | 4 373,4 | 4 036,7 |
| 2014 | 10 106,4 | 9 732,9 | 5 631,1 | 2 128,5 | 1 984,6 | 1 008,1 | 596,2 | 375,3 | -11,3 | 373,6 | 4 521,3 | 4 147,8 |
| 2015 | 10 400,2 | 9 940,4 | 5 738,0 | 2 169,1 | 2 054,2 | . | . | . | -20,8 | 459,7 | 4 751,0 | 4 291,3 |
| 2015 Q1 | 2 573,8 | 2 462,9 | 1 421,0 | 538,3 | 509,0 | 256,0 | 154,5 | 96,7 | -5,4 | 110,9 | 1 167,6 | 1 056,8 |
| Q2 | 2 591,7 | 2 473,5 | 1 433,0 | 540,4 | 510,1 | 253,8 | 155,1 | 99,5 | -10,0 | 118,2 | 1 196,8 | 1 078,7 |
| Q3 | 2 606,9 | 2 490,4 | 1 439,4 | 543,0 | 513,6 | 253,6 | 154,7 | 101,2 | -5,6 | 116,5 | 1 195,2 | 1 078,7 |
| Q4 | 2 624,0 | 2 510,0 | 1 444,1 | 546,4 | 521,6 | . | . | . | -2,1 | 114,0 | 1 192,5 | 1 078,4 |
| In % des BIP | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 100,0 | 95,6 | 55,2 | 20,9 | 19,8 | . | . | . | -0,2 | 4,4 | - | - |
| Verkettete Volumen (Vorjahrespreise) | | | | | | | | | | | | |
| Veränderung gegen Vorquartal in % | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 1,4 | 1,3 | 1,9 | 1,4 | - | - | 1,4 | 2,1 |
| Q2 | 0,4 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | -0,9 | 0,1 | 2,6 | - | - | 1,7 | 1,0 |
| Q3 | 0,3 | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | -0,2 | -0,5 | 1,2 | - | - | 0,2 | 1,2 |
| Q4 | 0,3 | 0,6 | 0,2 | 0,6 | 1,3 | . | . | . | - | - | 0,2 | 0,9 |
| Veränderung gegen Vorjahr in % | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,3 | -0,7 | -0,6 | 0,2 | -2,6 | -3,5 | -2,4 | -0,4 | - | - | 2,1 | 1,3 |
| 2014 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 1,3 | -0,5 | 4,1 | 2,1 | - | - | 4,1 | 4,5 |
| 2015 | 1,6 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 2,7 | . | . | . | - | - | 5,0 | 5,7 |
| 2015 Q1 | 1,3 | 1,4 | 1,6 | 1,1 | 2,0 | 0,1 | 4,8 | 2,6 | - | - | 5,3 | 6,0 |
| Q2 | 1,6 | 1,4 | 1,7 | 1,2 | 2,6 | 0,6 | 4,4 | 5,0 | - | - | 6,0 | 5,8 |
| Q3 | 1,6 | 1,9 | 1,8 | 1,2 | 2,5 | 0,5 | 2,2 | 6,8 | - | - | 4,6 | 5,5 |
| Q4 | 1,6 | 2,2 | 1,5 | 1,6 | 3,4 | . | . | . | - | - | 3,6 | 5,3 |
| Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 0,6 | 0,8 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | -0,2 | - | - |
| Q2 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,2 | 0,4 | - | - |
| Q3 | 0,3 | 0,7 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | -0,4 | - | - |
| Q4 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | . | . | . | 0,1 | -0,3 | - | - |
| Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,3 | -0,7 | -0,4 | 0,0 | -0,5 | -0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | - | - |
| 2014 | 0,9 | 0,9 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - | - |
| 2015 | 1,6 | 1,7 | 0,9 | 0,3 | 0,5 | . | . | . | 0,0 | -0,1 | - | - |
| 2015 Q1 | 1,3 | 1,4 | 0,9 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | - | - |
| Q2 | 1,6 | 1,3 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | -0,4 | 0,3 | - | - |
| Q3 | 1,6 | 1,8 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | - | - |
| Q4 | 1,6 | 2,2 | 0,8 | 0,3 | 0,7 | . | . | . | 0,3 | -0,6 | - | - |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

| | Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) | | | | | | | | | | | Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen |
|---|--|--------------------------------------|--|------------|--|-------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|--|--|---|--|
| | Insgesamt | Land- und Forstwirtschaft, Fischerei | Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft | Baugewerbe | Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie | Information und Kommunikation | Finanz- und Versicherungsleistungen | Grundstücks- und Wohnungswesen | Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen | Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen | Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| In jeweiligen Preisen (in Mrd €) | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 8 927,3 | 152,3 | 1 737,0 | 458,1 | 1 680,2 | 412,6 | 442,3 | 1 030,6 | 945,2 | 1 751,4 | 317,6 | 1 004,5 |
| 2014 | 9 073,5 | 146,7 | 1 756,9 | 461,6 | 1 711,1 | 417,6 | 453,9 | 1 051,0 | 968,0 | 1 781,8 | 324,8 | 1 033,0 |
| 2015 | 9 329,3 | 146,4 | 1 815,9 | 469,8 | 1 771,3 | 431,1 | 456,4 | 1 075,8 | 1 008,2 | 1 821,1 | 333,4 | 1 070,9 |
| 2015 Q1 | 2 312,6 | 36,1 | 451,1 | 117,1 | 438,5 | 106,3 | 114,9 | 265,7 | 247,8 | 452,5 | 82,5 | 261,2 |
| Q2 | 2 324,2 | 36,2 | 453,6 | 116,4 | 441,1 | 107,4 | 114,5 | 267,6 | 250,9 | 453,5 | 83,0 | 267,4 |
| Q3 | 2 337,7 | 36,7 | 454,3 | 117,0 | 444,4 | 108,3 | 113,7 | 270,5 | 253,3 | 456,0 | 83,6 | 269,2 |
| Q4 | 2 351,7 | 37,4 | 454,4 | 118,7 | 447,3 | 109,2 | 113,1 | 271,9 | 256,3 | 459,2 | 84,2 | 272,3 |
| In % der Wertschöpfung | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 100,0 | 1,6 | 19,5 | 5,0 | 19,0 | 4,6 | 4,9 | 11,5 | 10,8 | 19,5 | 3,6 | - |
| Verkettete Volumen (Vorjahrespreise) | | | | | | | | | | | | |
| Veränderung gegen Vorquartal in % | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 0,1 | 1,0 | 0,3 | 0,2 | 0,1 |
| Q2 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | -0,5 | 0,4 | 0,9 | 0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,1 | 0,3 | 1,0 |
| Q3 | 0,3 | 0,6 | 0,2 | -0,1 | 0,5 | 0,5 | -0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,3 |
| Q4 | 0,2 | 0,5 | -0,5 | 1,0 | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,2 | 0,4 | 1,2 |
| Veränderung gegen Vorjahr in % | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,2 | 3,2 | -0,6 | -3,3 | -0,8 | 2,5 | -2,5 | 1,1 | 0,3 | 0,4 | -0,5 | -1,1 |
| 2014 | 0,9 | 3,1 | 0,6 | -0,9 | 1,4 | 2,0 | -0,6 | 1,3 | 1,4 | 0,5 | 1,2 | 0,8 |
| 2015 | 1,5 | 0,8 | 1,8 | 0,3 | 2,0 | 2,7 | 0,8 | 1,1 | 2,7 | 0,8 | 1,1 | 2,6 |
| 2015 Q1 | 1,2 | 0,6 | 1,2 | -1,0 | 1,7 | 2,5 | 1,1 | 1,0 | 2,2 | 0,6 | 0,8 | 2,2 |
| Q2 | 1,5 | 0,6 | 1,8 | 0,1 | 2,1 | 3,1 | 1,3 | 0,7 | 2,7 | 0,8 | 1,0 | 2,6 |
| Q3 | 1,5 | 0,2 | 1,9 | 0,2 | 2,0 | 2,4 | 0,2 | 1,1 | 2,8 | 0,7 | 0,9 | 2,9 |
| Q4 | 1,5 | 2,2 | 1,1 | 0,9 | 1,9 | 2,7 | 0,4 | 1,2 | 3,1 | 0,7 | 1,3 | 2,7 |
| Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 0,6 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| Q2 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| Q3 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| Q4 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2014 | 0,9 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2015 | 1,5 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2015 Q1 | 1,2 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | - |
| Q2 | 1,5 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| Q3 | 1,5 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |
| Q4 | 1,5 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

| | Erwerbs- personen in Mio ¹⁾ | Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾ | Arbeitslosigkeit | | | | | | | | | | | Vakanz- quote ²⁾ |
|-------------------------|--|--|------------------|--|--|------------|----------------------------------|-------------|----------------------------------|-----------------|----------------------------------|--------|----------------------------------|--------------------------------|
| | | | Insgesamt | | Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾ | Nach Alter | | | | Nach Geschlecht | | | | |
| | | | In Mio | In % der Er- werbs- per- sonen | | Erwachsene | | Jugendliche | | Männer | | Frauen | | |
| | | | | | | In Mio | In % der Erwerbs- personen | In Mio | In % der Erwerbs- personen | In Mio | In % der Erwerbs- personen | In Mio | In % der Erwerbs- personen | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| Gewichte in % (2013) | | | 100,0 | | | 81,3 | | 18,7 | | 53,6 | | 46,4 | | |
| 2013 | 159,334 | 4,6 | 19,212 | 12,0 | 5,9 | 15,621 | 10,7 | 3,592 | 24,3 | 10,299 | 11,9 | 8,913 | 12,1 | 1,5 |
| 2014 | 160,308 | 4,6 | 18,624 | 11,6 | 6,1 | 15,213 | 10,4 | 3,412 | 23,7 | 9,929 | 11,5 | 8,695 | 11,8 | 1,7 |
| 2015 | . | . | 17,430 | 10,9 | . | 14,275 | 9,7 | 3,155 | 22,4 | 9,254 | 10,7 | 8,176 | 11,0 | . |
| 2015 Q1 | 160,090 | 4,7 | 17,994 | 11,2 | 5,9 | 14,757 | 10,1 | 3,237 | 22,7 | 9,560 | 11,1 | 8,434 | 11,4 | 1,7 |
| Q2 | 160,461 | 4,6 | 17,685 | 11,0 | 5,7 | 14,507 | 9,9 | 3,178 | 22,5 | 9,397 | 10,9 | 8,288 | 11,2 | 1,7 |
| Q3 | 160,554 | 4,4 | 17,202 | 10,7 | 5,3 | 14,081 | 9,6 | 3,120 | 22,3 | 9,121 | 10,5 | 8,081 | 10,9 | 1,6 |
| Q4 | . | . | 16,838 | 10,5 | . | 13,754 | 9,4 | 3,085 | 22,2 | 8,936 | 10,3 | 7,902 | 10,7 | . |
| 2015 Aug. | - | - | 17,211 | 10,7 | - | 14,077 | 9,6 | 3,134 | 22,4 | 9,120 | 10,5 | 8,092 | 10,9 | - |
| Sept. | - | - | 17,058 | 10,6 | - | 13,940 | 9,5 | 3,118 | 22,3 | 9,041 | 10,4 | 8,017 | 10,8 | - |
| Okt. | - | - | 16,959 | 10,6 | - | 13,838 | 9,4 | 3,121 | 22,3 | 9,002 | 10,4 | 7,956 | 10,7 | - |
| Nov. | - | - | 16,803 | 10,5 | - | 13,733 | 9,4 | 3,070 | 22,1 | 8,902 | 10,3 | 7,901 | 10,7 | - |
| Dez. | - | - | 16,752 | 10,4 | - | 13,690 | 9,3 | 3,063 | 22,1 | 8,904 | 10,3 | 7,849 | 10,6 | - |
| 2016 Jan. | - | - | 16,647 | 10,3 | - | 13,609 | 9,3 | 3,037 | 22,0 | 8,800 | 10,2 | 7,847 | 10,6 | - |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

| | Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe | | | | | | Produktion im Bau- gewerbe | EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie | Einzelhandelsumsätze | | | | Pkw- Neuzulas- sungen |
|---|--|----------------------------|-----------------------------|------------------|---------|------|----------------------------------|---|----------------------|--|-------------------|------------------|-----------------------------|
| | Insgesamt | | Hauptgruppen | | | | | | Ins- gesamt | Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren | Sonstige Waren | Tank- stellen | |
| | Verarbei- tendes Gewerbe | Vorlei- tungs- güter | Investi- tions- güter | Konsum- güter | Energie | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| Gewichte in % (2010) | 100,0 | 86,0 | 33,6 | 29,2 | 22,5 | 14,7 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 39,3 | 51,5 | 9,1 | 100,0 |
| Veränderung gegen Vorjahr in % | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,7 | -0,7 | -1,0 | -0,6 | -0,4 | -0,8 | -2,3 | -0,1 | -0,8 | -0,9 | -0,6 | -1,0 | -4,4 |
| 2014 | 0,8 | 1,7 | 1,2 | 1,8 | 2,6 | -5,5 | 1,7 | 3,3 | 1,2 | 0,3 | 2,2 | 0,0 | 3,8 |
| 2015 | 1,4 | 1,5 | 0,8 | 1,8 | 1,8 | 0,2 | -0,9 | 2,5 | 2,5 | 1,4 | 3,4 | 2,4 | 8,9 |
| 2015 Q1 | 1,6 | 1,1 | -0,1 | 1,1 | 2,4 | 4,6 | -1,7 | 1,1 | 2,4 | 1,1 | 3,4 | 2,2 | 9,0 |
| Q2 | 1,3 | 1,7 | 0,9 | 2,7 | 0,9 | -1,1 | -0,8 | 5,4 | 2,5 | 1,3 | 3,5 | 2,7 | 6,9 |
| Q3 | 1,8 | 2,1 | 0,9 | 2,5 | 2,7 | 0,0 | -1,2 | 2,2 | 3,2 | 2,2 | 3,9 | 3,1 | 9,4 |
| Q4 | 0,8 | 1,3 | 1,4 | 0,9 | 1,3 | -3,2 | 0,1 | 1,3 | 2,0 | 1,1 | 2,7 | 1,8 | 10,4 |
| 2015 Aug. | 2,3 | 2,9 | 1,2 | 4,1 | 3,2 | -2,3 | -2,1 | 3,5 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 4,1 | 8,3 |
| Sept. | 1,4 | 1,9 | 1,4 | 2,0 | 1,9 | -1,4 | -0,5 | 0,0 | 3,3 | 1,6 | 4,8 | 2,1 | 9,8 |
| Okt. | 2,1 | 2,3 | 1,5 | 3,6 | 1,3 | 1,1 | 0,1 | 0,7 | 2,3 | 1,1 | 3,2 | 1,7 | 5,8 |
| Nov. | 1,4 | 1,8 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | -2,7 | 0,3 | 3,3 | 1,7 | 0,8 | 2,4 | 2,2 | 10,9 |
| Dez. | -1,3 | -0,4 | 0,4 | -2,6 | 1,3 | -7,3 | -0,4 | 0,0 | 2,1 | 1,4 | 2,7 | 1,6 | 15,1 |
| 2016 Jan. | . | . | . | . | . | . | . | . | 2,0 | 1,4 | 3,0 | 0,3 | 10,8 |
| Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt) | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Aug. | -0,5 | -0,1 | 0,4 | -0,9 | 0,3 | -3,6 | 0,5 | -1,6 | 0,1 | 0,6 | -0,2 | 1,6 | -0,5 |
| Sept. | -0,2 | -0,4 | 0,0 | -0,3 | -1,4 | 1,7 | -0,8 | -2,0 | -0,1 | -0,5 | 0,1 | -1,0 | 0,9 |
| Okt. | 0,9 | 0,6 | 0,1 | 1,4 | 0,7 | 1,8 | 0,5 | 1,6 | -0,2 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -1,1 |
| Nov. | -0,5 | -0,2 | 0,7 | -1,5 | 0,0 | -4,3 | 0,9 | 0,9 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,4 | 2,4 |
| Dez. | -1,0 | -0,8 | -0,3 | -1,9 | -0,1 | -2,4 | -0,6 | -0,2 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,8 | 5,0 |
| 2016 Jan. | . | . | . | . | . | . | . | . | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,1 | 1,5 |

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

| | Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %) | | | | | | | | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes) | | | |
|------------|---|---------------------------------------|-----------------------------|---|--|--|---|-----------------------------|--|--------------------------------------|---|--------------------------------|
| | Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100) | Verarbeitendes Gewerbe | | Vertrauensindikator für die Verbraucher | Vertrauensindikator für das Baugewerbe | Vertrauensindikator für den Einzelhandel | Dienstleistungsbranchen | | Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe | Produktion im verarbeitenden Gewerbe | Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor | Gesamtindex für die Produktion |
| | | Vertrauensindikator für die Industrie | Kapazitätsauslastung (in %) | | | | Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor | Kapazitätsauslastung (in %) | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 1999-2013 | 100,0 | -6,1 | 80,8 | -12,8 | -13,6 | -8,6 | 6,7 | - | 51,0 | 52,4 | 52,9 | 52,7 |
| 2013 | 93,5 | -9,0 | 78,6 | -18,8 | -27,9 | -12,2 | -5,4 | 87,1 | 49,6 | 50,6 | 49,3 | 49,7 |
| 2014 | 101,5 | -3,8 | 80,4 | -10,2 | -26,4 | -3,1 | 4,9 | 87,6 | 51,8 | 53,3 | 52,5 | 52,7 |
| 2015 | 104,2 | -3,1 | 81,3 | -6,2 | -22,5 | 1,6 | 9,1 | 88,4 | 52,2 | 53,4 | 54,0 | 53,8 |
| 2015 Q1 | 102,6 | -3,9 | 81,1 | -6,2 | -24,8 | -1,5 | 5,7 | 88,2 | 51,4 | 52,6 | 53,6 | 53,3 |
| Q2 | 103,7 | -3,2 | 81,1 | -5,2 | -24,4 | 0,0 | 7,7 | 88,3 | 52,3 | 53,4 | 54,1 | 53,9 |
| Q3 | 104,5 | -2,9 | 81,3 | -7,0 | -22,5 | 3,0 | 10,4 | 88,4 | 52,3 | 53,6 | 54,0 | 53,9 |
| Q4 | 106,3 | -2,4 | 81,7 | -6,4 | -18,4 | 5,1 | 12,6 | 88,6 | 52,8 | 54,0 | 54,2 | 54,1 |
| 2015 Sept. | 105,5 | -2,3 | - | -7,0 | -22,2 | 4,3 | 12,4 | - | 52,0 | 53,4 | 53,7 | 53,6 |
| Okt. | 106,1 | -1,9 | 81,5 | -7,5 | -20,1 | 6,5 | 12,3 | 88,7 | 52,3 | 53,6 | 54,1 | 53,9 |
| Nov. | 106,0 | -3,3 | - | -5,9 | -17,5 | 5,8 | 12,7 | - | 52,8 | 54,0 | 54,2 | 54,2 |
| Dez. | 106,7 | -2,0 | - | -5,7 | -17,6 | 2,9 | 12,8 | - | 53,2 | 54,5 | 54,2 | 54,3 |
| 2016 Jan. | 105,1 | -3,1 | 81,9 | -6,3 | -19,0 | 2,7 | 11,5 | 88,5 | 52,3 | 53,4 | 53,6 | 53,6 |
| Febr. | 103,8 | -4,4 | - | -8,8 | -17,5 | 1,6 | 10,6 | - | 51,2 | 52,3 | 53,3 | 53,0 |

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

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

| | Private Haushalte | | | | | | | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften | | | | | |
|---------|---|---------------|----------------------------------|----------------------|-------------------------------|----------------------------|--------------------|--|-------------------|--------------------------------|----------------------|-------------------------------|--------------|
| | Sparquote (brutto) ¹⁾ | Schuldenquote | Real verfügbares Bruttoeinkommen | Geldvermögensbildung | Sachvermögensbildung (brutto) | Reinvermögen ²⁾ | Immobilienvermögen | Gewinnquote ³⁾ | Sparquote (netto) | Schuldenquote ⁴⁾ | Geldvermögensbildung | Sachvermögensbildung (brutto) | Finanzierung |
| | In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens | | Veränderung gegen Vorjahr in % | | | | | In % der Nettowertschöpfung | In % des BIP | Veränderung gegen Vorjahr in % | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2012 | 12,4 | 98,8 | -1,8 | 1,7 | -5,3 | -0,1 | -3,0 | 31,0 | 1,7 | 133,4 | 1,6 | -6,6 | 1,1 |
| 2013 | 12,7 | 97,3 | -0,4 | 1,2 | -4,0 | 0,5 | -1,8 | 31,9 | 3,1 | 131,2 | 2,3 | -1,0 | 1,0 |
| 2014 | 12,7 | 96,6 | 0,7 | 1,8 | 0,8 | 2,7 | 1,1 | 31,7 | 3,3 | 131,9 | 1,6 | 3,2 | 1,0 |
| 2014 Q4 | 12,7 | 96,6 | 1,0 | 1,8 | 0,9 | 2,7 | 1,1 | 31,7 | 3,3 | 131,9 | 1,6 | 1,3 | 1,0 |
| 2015 Q1 | 12,7 | 96,0 | 2,0 | 1,8 | -0,5 | 3,8 | 1,4 | 31,9 | 3,6 | 133,9 | 2,4 | 2,2 | 1,4 |
| Q2 | 12,8 | 95,7 | 2,2 | 1,8 | -0,5 | 2,6 | 1,5 | 32,6 | 4,1 | 133,2 | 2,9 | 3,1 | 1,6 |
| Q3 | 12,7 | 95,6 | 1,7 | 1,8 | 1,0 | 2,4 | 2,0 | 33,0 | 4,8 | 132,6 | 3,4 | 2,8 | 1,8 |

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

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

| | Leistungsbilanz | | | | | | | | | | | Vermögensänderungsbilanz ¹⁾ | |
|---|-----------------|----------|-------|-------------|-----------|------------------|-----------|-----------------|-----------|-------------------|-----------|--|----------|
| | Insgesamt | | | Warenhandel | | Dienstleistungen | | Primäreinkommen | | Sekundäreinkommen | | Ein-nahmen | Ausgaben |
| | Ein-nahmen | Ausgaben | Saldo | Ein-nahmen | Aus-gaben | Ein-nahmen | Aus-gaben | Ein-nahmen | Aus-gaben | Ein-nahmen | Aus-gaben | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2015 Q1 | 876,7 | 796,8 | 79,9 | 512,8 | 437,5 | 184,3 | 169,4 | 154,1 | 130,4 | 25,5 | 59,5 | 8,7 | 7,5 |
| Q2 | 896,6 | 817,1 | 79,5 | 525,4 | 444,8 | 188,0 | 171,8 | 156,8 | 141,6 | 26,4 | 58,9 | 9,6 | 37,3 |
| Q3 | 886,8 | 810,3 | 76,5 | 516,2 | 434,1 | 189,6 | 174,0 | 156,0 | 144,0 | 25,0 | 58,2 | 9,6 | 3,9 |
| Q4 | 882,1 | 804,1 | 78,0 | 514,2 | 432,1 | 192,1 | 176,2 | 150,0 | 136,4 | 25,9 | 59,3 | 14,0 | 7,1 |
| 2015 Juli | 297,4 | 271,7 | 25,8 | 174,4 | 145,7 | 62,8 | 58,1 | 52,1 | 48,5 | 8,1 | 19,4 | 3,3 | 1,4 |
| Aug. | 293,6 | 270,5 | 23,1 | 170,2 | 144,9 | 63,4 | 58,0 | 51,2 | 48,2 | 8,8 | 19,4 | 3,4 | 1,0 |
| Sept. | 295,8 | 268,1 | 27,7 | 171,6 | 143,5 | 63,4 | 57,9 | 52,7 | 47,3 | 8,1 | 19,4 | 3,0 | 1,5 |
| Okt. | 297,6 | 271,9 | 25,7 | 172,5 | 144,5 | 64,0 | 58,8 | 52,2 | 48,7 | 8,8 | 20,0 | 4,5 | 2,0 |
| Nov. | 298,0 | 271,0 | 26,9 | 172,7 | 145,2 | 64,6 | 58,6 | 51,8 | 47,3 | 8,9 | 19,9 | 3,9 | 1,8 |
| Dez. | 286,6 | 261,1 | 25,5 | 169,0 | 142,4 | 63,4 | 58,8 | 46,0 | 40,4 | 8,2 | 19,5 | 5,6 | 3,3 |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Dez. | 3 542,3 | 3 228,3 | 314,0 | 2 068,5 | 1 748,4 | 754,0 | 691,5 | 616,9 | 552,5 | 102,8 | 235,9 | 41,9 | 55,7 |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Dez. | 34,1 | 31,1 | 3,0 | 19,9 | 16,8 | 7,3 | 6,7 | 5,9 | 5,3 | 1,0 | 2,3 | 0,4 | 0,5 |

1) Nicht saisonbereinigt.

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

| | Insgesamt (nicht saisonbereinigt) | | Warenausfuhren (fob) | | | | | Wareneinfuhren (cif) | | | | | |
|--|---|------------|----------------------|---------------------|--------------|---|--------------------|----------------------|--------------|----------------------------|-------|-------|-------|
| | Aus-fuhren | Ein-fuhren | Zusammen | | | Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse | Zusammen | | | Nachrichtlich: | | | |
| | | | Vorleistungs-güter | Investi-tions-güter | Konsum-güter | | Vorleistungs-güter | Investi-tions-güter | Konsum-güter | Gewerbliche Erzeugnisse | Öl | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| <i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 5,6 | 1,9 | 509,1 | 241,6 | 105,3 | 149,4 | 422,0 | 447,9 | 260,2 | 70,2 | 109,7 | 315,2 | 55,4 |
| Q2 | 8,2 | 4,2 | 513,4 | 242,5 | 105,4 | 153,5 | 428,6 | 453,3 | 265,4 | 70,4 | 110,8 | 317,3 | 60,0 |
| Q3 | 4,4 | 0,8 | 507,0 | 234,8 | 104,7 | 153,8 | 422,3 | 445,5 | 254,6 | 69,8 | 113,1 | 316,5 | 51,0 |
| Q4 | 3,1 | 2,2 | 508,5 | . | . | . | 424,2 | 445,2 | . | . | . | 322,3 | . |
| 2015 Juli | 7,0 | 0,9 | 172,8 | 79,6 | 35,4 | 52,5 | 143,6 | 150,3 | 86,5 | 23,5 | 37,7 | 106,4 | 18,2 |
| Aug. | 5,5 | 2,7 | 166,5 | 77,7 | 34,4 | 50,7 | 137,9 | 147,2 | 83,9 | 23,0 | 37,7 | 103,9 | 17,0 |
| Sept. | 0,8 | -0,8 | 167,8 | 77,5 | 34,8 | 50,6 | 140,8 | 148,0 | 84,2 | 23,3 | 37,7 | 106,2 | 15,8 |
| Okt. | 0,4 | -0,6 | 168,1 | 79,8 | 34,9 | 50,8 | 142,6 | 148,3 | 84,4 | 24,5 | 37,5 | 107,1 | 16,1 |
| Nov. | 5,8 | 4,1 | 170,4 | 78,8 | 34,9 | 51,6 | 140,5 | 147,9 | 82,2 | 23,7 | 38,1 | 107,3 | 14,4 |
| Dez. | 3,4 | 3,4 | 170,0 | . | . | . | 141,1 | 149,0 | . | . | . | 108,0 | . |
| <i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 Q1 | 2,6 | 5,2 | 118,9 | 115,2 | 120,7 | 123,2 | 118,9 | 106,6 | 106,6 | 107,0 | 105,9 | 108,6 | 105,9 |
| Q2 | 2,9 | 2,7 | 117,1 | 113,6 | 118,9 | 121,6 | 118,0 | 104,2 | 104,2 | 103,6 | 104,8 | 107,1 | 99,5 |
| Q3 | 1,1 | 3,2 | 116,6 | 111,8 | 117,9 | 122,6 | 116,7 | 105,8 | 105,6 | 104,8 | 106,6 | 107,3 | 99,4 |
| Q4 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2015 Juni | 7,9 | 6,7 | 117,7 | 113,8 | 120,5 | 122,4 | 118,6 | 105,6 | 105,4 | 103,9 | 107,3 | 109,1 | 97,3 |
| Juli | 3,1 | 1,9 | 118,8 | 112,8 | 119,6 | 125,5 | 119,0 | 106,1 | 105,0 | 107,0 | 108,0 | 108,9 | 97,0 |
| Aug. | 2,0 | 5,5 | 114,9 | 111,2 | 115,5 | 121,4 | 113,9 | 105,1 | 105,3 | 103,5 | 105,7 | 105,1 | 100,5 |
| Sept. | -1,7 | 2,4 | 116,2 | 111,3 | 118,7 | 121,1 | 117,2 | 106,2 | 106,6 | 103,8 | 106,1 | 108,0 | 100,9 |
| Okt. | -1,7 | 3,7 | 117,1 | 115,3 | 118,7 | 122,1 | 118,8 | 107,3 | 108,1 | 110,3 | 105,9 | 109,7 | 103,7 |
| Nov. | 3,3 | 7,5 | 118,3 | 114,4 | 117,9 | 122,2 | 116,4 | 107,3 | 106,5 | 105,4 | 107,7 | 109,7 | 95,5 |

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

| | Insgesamt | | | | | Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) | | | | | | | Nachrichtlich: Administrierte Preise | |
|-------------------------|------------------------|---|-------|------|---------------------|--|--|--|--|--|---------------------|---|---|--|
| | Index: 2005 =100 | Insgesamt | | | Dien- leistungen | Insge- sam | Ver- arbeitete Nahrungs- mittel | Unver- arbeitete Nahrungs- mittel | Industrie- erzeugnis- se ohne Energie | Energie (nicht saison- bereinigt) | Dien- leistungen | HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise | Adminis- trierte Preise | |
| | | Insgesamt ohne Nahrungs- mittel und Energie | Waren | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | |
| Gewichte in % (2015) | 100,0 | 100,0 | 69,7 | 56,6 | 43,5 | 100,0 | 12,2 | 7,5 | 26,3 | 10,6 | 43,5 | 87,1 | 12,9 | |
| 2013 | 99,5 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | - | - | - | - | - | - | 1,2 | 2,1 | |
| 2014 | 100,0 | 0,4 | 0,8 | -0,2 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 1,9 | |
| 2015 | 100,0 | 0,0 | 0,8 | -0,8 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | -0,1 | 0,9 | |
| 2015 Q1 | 99,2 | -0,3 | 0,7 | -1,4 | 1,1 | -0,2 | 0,2 | 0,7 | 0,1 | -4,2 | 0,3 | -0,5 | 1,2 | |
| Q2 | 100,5 | 0,2 | 0,8 | -0,5 | 1,1 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,2 | 2,4 | 0,3 | 0,1 | 0,9 | |
| Q3 | 100,0 | 0,1 | 0,9 | -0,8 | 1,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | -2,5 | 0,4 | 0,0 | 0,8 | |
| Q4 | 100,2 | 0,2 | 1,0 | -0,6 | 1,2 | -0,1 | 0,2 | 0,9 | 0,1 | -3,0 | 0,2 | 0,1 | 0,6 | |
| 2015 Sept. | 100,2 | -0,1 | 0,9 | -1,1 | 1,2 | -0,1 | 0,0 | 0,6 | 0,0 | -1,7 | 0,0 | -0,2 | 0,7 | |
| Okt. | 100,3 | 0,1 | 1,1 | -0,8 | 1,3 | 0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,1 | -0,5 | 0,1 | 0,0 | 0,7 | |
| Nov. | 100,2 | 0,1 | 0,9 | -0,6 | 1,2 | 0,0 | 0,1 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,6 | |
| Dez. | 100,2 | 0,2 | 0,9 | -0,5 | 1,1 | -0,2 | 0,1 | -0,7 | 0,0 | -1,8 | 0,0 | 0,2 | 0,6 | |
| 2016 Jan. | 98,7 | 0,3 | 1,0 | -0,3 | 1,2 | -0,2 | 0,1 | -0,4 | 0,1 | -2,7 | 0,0 | 0,4 | 0,3 | |
| Febr. ²⁾ | 98,8 | -0,2 | 0,7 | . | 1,0 | -0,1 | 0,3 | -0,4 | -0,1 | -1,3 | 0,1 | . | . | |

| | Waren | | | | | | Dienstleistungen | | | | | |
|-------------------------|---|--|--|----------------------|---|---------|-------------------------------|---------|------------------------------|--|----------|--------------------------|
| | Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren) | | | Industrieerzeugnisse | | | Wohnungs- dienstleistungen | Verkehr | Nachrichten- übermittlung | Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen | Sonstige | |
| | Zusam- men | Verar- beitete Nahrungs- mittel | Unverar- beitete Nahrungs- mittel | Zusam- men | Industrie- erzeugnisse ohne Energie | Energie | | | | | | Wohn- ungs- mieten |
| 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| Gewichte in % (2015) | 19,7 | 12,2 | 7,5 | 36,9 | 26,3 | 10,6 | 10,6 | 6,3 | 7,4 | 3,1 | 14,9 | 7,5 |
| 2013 | 2,7 | 2,2 | 3,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 1,7 | 1,4 | 2,4 | -4,2 | 2,3 | 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 |
| 2015 | 1,0 | 0,6 | 1,6 | -1,8 | 0,3 | -6,8 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | -0,8 | 1,5 | 1,2 |
| 2015 Q1 | 0,3 | 0,5 | 0,1 | -2,3 | -0,1 | -7,7 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | -1,9 | 1,3 | 1,2 |
| Q2 | 1,1 | 0,7 | 1,8 | -1,3 | 0,2 | -5,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | -0,9 | 1,4 | 1,2 |
| Q3 | 1,2 | 0,6 | 2,1 | -1,8 | 0,4 | -7,2 | 1,1 | 0,9 | 1,4 | -0,4 | 1,7 | 1,0 |
| Q4 | 1,4 | 0,7 | 2,6 | -1,7 | 0,5 | -7,2 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | -0,1 | 1,5 | 1,2 |
| 2015 Sept. | 1,4 | 0,6 | 2,7 | -2,4 | 0,3 | -8,9 | 1,2 | 1,0 | 1,4 | -0,1 | 1,6 | 1,1 |
| Okt. | 1,6 | 0,6 | 3,2 | -2,1 | 0,6 | -8,5 | 1,2 | 1,1 | 1,4 | -0,1 | 1,8 | 1,2 |
| Nov. | 1,5 | 0,7 | 2,7 | -1,7 | 0,6 | -7,3 | 1,2 | 1,0 | 1,2 | -0,2 | 1,3 | 1,2 |
| Dez. | 1,2 | 0,7 | 2,0 | -1,3 | 0,5 | -5,8 | 1,2 | 1,0 | 0,7 | -0,1 | 1,5 | 1,2 |
| 2016 Jan. | 1,0 | 0,8 | 1,4 | -1,0 | 0,7 | -5,4 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,0 | 1,6 | 1,2 |
| Febr. ²⁾ | 0,7 | 0,9 | 0,3 | . | 0,3 | -8,0 | . | . | . | . | . | . |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

| | Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe | | | | | | | | | Energie | Baugewerbe | Preise für Wohnimmobilien ¹⁾ | Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien ¹⁾ |
|----------------------|---|------------------------|----------|---------------------------------------|-------------------|-------------|---|---------------------|-----|---------|------------|---|---|
| | Insgesamt (Index: 2010 = 100) | Insgesamt | | Industrie ohne Baugewerbe und Energie | | | | | | | | | |
| | | Verarbeitendes Gewerbe | Zusammen | Vorleistungsgüter | Investitionsgüter | Konsumgüter | | | | | | | |
| | | | | | | Zusammen | Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren | Ohne Nahrungsmittel | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| Gewichte in % (2010) | 100,0 | 100,0 | 78,0 | 72,1 | 29,3 | 20,0 | 22,7 | 13,8 | 8,9 | 27,9 | | | |
| 2013 | 108,5 | -0,2 | -0,1 | 0,4 | -0,6 | 0,6 | 1,7 | 2,6 | 0,3 | -1,6 | 0,3 | -1,9 | -1,1 |
| 2014 | 106,9 | -1,5 | -0,9 | -0,3 | -1,1 | 0,4 | 0,1 | -0,2 | 0,3 | -4,4 | 0,3 | 0,2 | 1,1 |
| 2015 | 104,0 | -2,7 | -2,3 | -0,5 | -1,3 | 0,7 | -0,6 | -1,0 | 0,2 | -8,1 | 0,2 | . | . |
| 2015 Q1 | 104,5 | -2,9 | -2,6 | -0,6 | -1,5 | 0,7 | -0,7 | -1,3 | 0,2 | -8,5 | 0,2 | 1,1 | 2,5 |
| Q2 | 104,9 | -2,1 | -1,6 | -0,3 | -0,7 | 0,7 | -0,8 | -1,4 | 0,1 | -6,5 | 0,4 | 1,1 | 3,6 |
| Q3 | 104,0 | -2,6 | -2,6 | -0,5 | -1,1 | 0,6 | -0,6 | -1,1 | 0,1 | -8,3 | 0,2 | 1,5 | 5,1 |
| Q4 | 102,7 | -3,1 | -2,5 | -0,7 | -2,0 | 0,6 | -0,2 | -0,4 | 0,2 | -9,4 | 0,0 | . | . |
| 2015 Aug. | 103,8 | -2,6 | -2,7 | -0,5 | -1,1 | 0,6 | -0,7 | -1,2 | 0,2 | -8,2 | - | - | - |
| Sept. | 103,5 | -3,2 | -3,0 | -0,6 | -1,6 | 0,6 | -0,4 | -0,7 | 0,2 | -10,0 | - | - | - |
| Okt. | 103,1 | -3,2 | -2,8 | -0,7 | -1,9 | 0,6 | -0,1 | -0,3 | 0,2 | -9,8 | - | - | - |
| Nov. | 102,9 | -3,2 | -2,5 | -0,7 | -2,1 | 0,6 | -0,2 | -0,4 | 0,2 | -9,3 | - | - | - |
| Dez. | 102,1 | -3,0 | -2,1 | -0,7 | -1,9 | 0,6 | -0,3 | -0,4 | 0,2 | -8,9 | - | - | - |
| 2016 Jan. | 101,0 | -2,9 | -1,9 | -0,6 | -1,6 | 0,4 | -0,1 | -0,2 | 0,2 | -8,6 | - | - | - |

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

| | BIP-Deflatoren | | | | | | Ölpreise (€/Barrel) | Rohstoffpreise ohne Energie (in €) | | | | | | | |
|---------------|--|-----------|------------------------|------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------|------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|----------------|---------------------|---|----------------|---------------------|
| | Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100) | Insgesamt | Inländische Verwendung | | | | | Exporte ¹⁾ | Importe ¹⁾ | Importgewicht ²⁾ | | | Nach Verwendung gewichtet ²⁾ | | |
| | | | Zusammen | Private Konsumausgaben | Konsumausgaben des Staates | Bruttoanlageinvestitionen | | | | Insgesamt | Nahrungsmittel | Ohne Nahrungsmittel | Insgesamt | Nahrungsmittel | Ohne Nahrungsmittel |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | |
| Gewichte in % | | | | | | | | | 100,0 | 35,0 | 65,0 | 100,0 | 45,0 | 55,0 | |
| 2013 | 103,7 | 1,3 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 0,4 | -0,4 | -1,3 | 81,7 | -9,0 | -13,3 | -6,9 | -8,2 | -9,9 | -6,9 |
| 2014 | 104,5 | 0,9 | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | -0,7 | -1,7 | 74,5 | -8,8 | -1,8 | -12,1 | -4,7 | 0,4 | -8,7 |
| 2015 | 105,8 | 1,2 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 0,7 | 0,1 | -2,1 | 48,3 | -4,1 | 5,2 | -9,0 | -0,8 | 4,8 | -5,6 |
| 2015 Q1 | 105,4 | 1,1 | 0,1 | -0,1 | 0,6 | 0,7 | -0,2 | -2,6 | 49,0 | -0,4 | 8,7 | -4,9 | 5,6 | 11,6 | 0,7 |
| Q2 | 105,7 | 1,3 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,9 | 0,9 | -1,1 | 57,4 | -0,6 | 2,0 | -2,0 | 3,9 | 5,4 | 2,6 |
| Q3 | 106,0 | 1,3 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,7 | 0,1 | -2,3 | 46,1 | -6,5 | 6,4 | -13,1 | -3,3 | 5,7 | -10,6 |
| Q4 | 106,4 | 1,3 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | -0,3 | -2,4 | 40,7 | -9,1 | 3,9 | -16,2 | -9,3 | -3,0 | -14,8 |
| 2015 Sept. | - | - | - | - | - | - | - | - | 43,3 | -7,9 | 3,8 | -13,8 | -6,0 | 2,3 | -12,6 |
| Okt. | - | - | - | - | - | - | - | - | 43,9 | -8,3 | 3,7 | -14,6 | -6,9 | 0,8 | -13,3 |
| Nov. | - | - | - | - | - | - | - | - | 42,8 | -8,0 | 6,2 | -15,6 | -8,5 | -1,4 | -14,7 |
| Dez. | - | - | - | - | - | - | - | - | 35,7 | -11,1 | 1,8 | -18,5 | -12,5 | -8,0 | -16,5 |
| 2016 Jan. | - | - | - | - | - | - | - | - | 29,7 | -14,9 | -3,8 | -21,2 | -14,7 | -9,7 | -19,3 |
| Febr. | - | - | - | - | - | - | - | - | 31,0 | -14,3 | -5,4 | -19,5 | -14,1 | -9,4 | -18,3 |

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen

(saisonbereinigt)

| | Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %) | | | | | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes) | | | | |
|------------|--|--------------|----------------------------|------------|---|--|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|--|
| | Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate) | | | | Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate | Inputpreise | | Outputpreise | | |
| | Verarbeiten- des Gewerbe | Einzelhandel | Dienstleis- tungssektor | Baugewerbe | | Verarbeiten- des Gewerbe | Dienstleis- tungssektor | Verarbeiten- des Gewerbe | Dienstleis- tungssektor | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | |
| 1999-2013 | 4,7 | - | - | -2,1 | 34,0 | 57,7 | 56,7 | - | 49,9 | |
| 2014 | -0,9 | -1,5 | 1,0 | -17,2 | 14,2 | 49,6 | 53,5 | 49,7 | 48,2 | |
| 2015 | -2,8 | 1,4 | 2,5 | -13,3 | -1,1 | 48,9 | 53,5 | 49,6 | 49,0 | |
| 2016 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | |
| 2015 Q1 | -5,6 | -0,7 | 1,2 | -16,9 | -2,5 | 45,8 | 52,5 | 48,8 | 47,6 | |
| Q2 | -1,3 | 3,2 | 2,9 | -15,0 | -0,9 | 54,7 | 54,4 | 50,4 | 49,0 | |
| Q3 | -2,0 | 1,1 | 2,2 | -12,5 | -0,2 | 49,5 | 53,6 | 49,9 | 49,9 | |
| Q4 | -2,1 | 1,9 | 3,7 | -8,6 | -0,8 | 45,6 | 53,6 | 49,2 | 49,6 | |
| 2015 Sept. | -3,5 | -0,6 | 2,7 | -11,9 | -1,6 | 44,6 | 53,5 | 48,7 | 50,4 | |
| Okt. | -2,4 | 2,0 | 4,6 | -10,1 | -2,3 | 44,3 | 54,0 | 48,6 | 49,9 | |
| Nov. | -0,8 | 2,4 | 4,1 | -8,7 | -0,5 | 45,6 | 53,3 | 49,3 | 49,6 | |
| Dez. | -3,2 | 1,3 | 2,3 | -7,1 | 0,3 | 47,0 | 53,5 | 49,8 | 49,4 | |
| 2016 Jan. | -4,1 | 0,3 | 3,2 | -8,0 | -0,9 | 42,1 | 52,7 | 48,3 | 49,1 | |
| Febr. | -5,5 | 1,7 | 3,2 | -10,5 | -1,4 | 40,8 | 52,4 | 47,6 | 48,9 | |

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

| | M3 | | | | | | | | | | | 12 |
|------------------------------------|--------------------|--------------------------------|--|---|--------------------|---------|----------------------------|--|-------|-------|--------|----------|
| | M2 | | | | | M3-M2 | | | | | | |
| | M1 | | M2-M1 | | | 6 | M3-M2 | | | | | |
| | Bargeld- umlauf | Täglich fällige Einlagen | Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren | Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten | Repoge- schäfte | | Geldmarkt- fondsanteile | Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | | | |
| Bestände | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 909,7 | 4 476,3 | 5 386,1 | 1 683,3 | 2 142,8 | 3 826,1 | 9 212,1 | 121,4 | 418,1 | 86,5 | 626,0 | 9 838,1 |
| 2014 | 968,5 | 4 952,3 | 5 920,8 | 1 598,5 | 2 148,8 | 3 747,2 | 9 668,1 | 123,9 | 427,7 | 104,7 | 656,3 | 10 324,3 |
| 2015 | 1 034,5 | 5 569,8 | 6 604,3 | 1 447,5 | 2 160,6 | 3 608,1 | 10 212,4 | 77,1 | 479,2 | 71,0 | 627,4 | 10 839,8 |
| 2015 Q1 | 993,5 | 5 154,9 | 6 148,4 | 1 529,1 | 2 149,9 | 3 679,1 | 9 827,5 | 125,8 | 437,5 | 96,6 | 659,9 | 10 487,4 |
| Q2 | 1 014,0 | 5 298,7 | 6 312,6 | 1 480,1 | 2 160,5 | 3 640,7 | 9 953,3 | 90,3 | 441,1 | 98,6 | 629,9 | 10 583,2 |
| Q3 | 1 028,2 | 5 425,1 | 6 453,3 | 1 449,3 | 2 164,4 | 3 613,7 | 10 067,0 | 98,4 | 457,6 | 73,3 | 629,2 | 10 696,2 |
| Q4 | 1 034,5 | 5 569,8 | 6 604,3 | 1 447,5 | 2 160,6 | 3 608,1 | 10 212,4 | 77,1 | 479,2 | 71,0 | 627,4 | 10 839,8 |
| 2015 Aug. | 1 025,0 | 5 383,6 | 6 408,6 | 1 460,5 | 2 163,9 | 3 624,3 | 10 032,9 | 102,4 | 446,2 | 80,4 | 629,0 | 10 661,9 |
| Sept. | 1 028,2 | 5 425,1 | 6 453,3 | 1 449,3 | 2 164,4 | 3 613,7 | 10 067,0 | 98,4 | 457,6 | 73,3 | 629,2 | 10 696,2 |
| Okt. | 1 029,9 | 5 487,7 | 6 517,6 | 1 438,5 | 2 164,3 | 3 602,8 | 10 120,4 | 106,8 | 473,5 | 76,9 | 657,1 | 10 777,5 |
| Nov. | 1 037,4 | 5 544,3 | 6 581,8 | 1 448,3 | 2 162,6 | 3 610,8 | 10 192,6 | 91,5 | 485,2 | 82,0 | 658,7 | 10 851,3 |
| Dez. | 1 034,5 | 5 569,8 | 6 604,3 | 1 447,5 | 2 160,6 | 3 608,1 | 10 212,4 | 77,1 | 479,2 | 71,0 | 627,4 | 10 839,8 |
| 2016 Jan. ^(p) | 1 044,5 | 5 622,7 | 6 667,2 | 1 448,6 | 2 156,8 | 3 605,4 | 10 272,6 | 87,6 | 471,1 | 78,2 | 636,8 | 10 909,4 |
| Transaktionsbedingte Veränderungen | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 45,6 | 250,4 | 295,9 | -114,4 | 45,5 | -68,9 | 227,0 | -11,6 | -48,7 | -63,3 | -123,6 | 103,4 |
| 2014 | 58,2 | 379,3 | 437,5 | -90,9 | 3,2 | -87,7 | 349,8 | 1,0 | 10,8 | 12,7 | 24,6 | 374,4 |
| 2015 | 64,8 | 576,6 | 641,4 | -143,3 | 12,0 | -131,3 | 510,1 | -47,8 | 49,6 | -26,4 | -24,7 | 485,4 |
| 2015 Q1 | 23,8 | 166,6 | 190,4 | -56,9 | 2,0 | -54,8 | 135,6 | 0,6 | 5,6 | -9,3 | -3,0 | 132,6 |
| Q2 | 20,5 | 151,9 | 172,3 | -47,6 | 10,9 | -36,7 | 135,6 | -35,2 | 3,6 | 3,9 | -27,6 | 108,0 |
| Q3 | 14,3 | 129,0 | 143,3 | -35,3 | 3,1 | -32,3 | 111,0 | 8,2 | 18,7 | -18,4 | 8,4 | 119,4 |
| Q4 | 6,3 | 129,1 | 135,4 | -3,5 | -4,0 | -7,5 | 127,9 | -21,5 | 21,7 | -2,6 | -2,4 | 125,5 |
| 2015 Aug. | 4,7 | 24,5 | 29,2 | -9,4 | 2,3 | -7,1 | 22,1 | -2,3 | 2,2 | -2,6 | -2,6 | 19,5 |
| Sept. | 3,2 | 42,6 | 45,9 | -12,2 | -0,4 | -12,6 | 33,3 | -4,1 | 1,3 | -3,9 | -6,6 | 26,7 |
| Okt. | 1,7 | 49,4 | 51,1 | -12,1 | -0,2 | -12,3 | 38,7 | 8,2 | 16,0 | 4,4 | 28,6 | 67,4 |
| Nov. | 7,6 | 48,3 | 55,8 | 7,4 | -1,9 | 5,5 | 61,3 | -15,7 | 11,8 | 5,2 | 1,3 | 62,6 |
| Dez. | -3,0 | 31,4 | 28,5 | 1,2 | -1,9 | -0,6 | 27,8 | -14,0 | -6,1 | -12,2 | -32,3 | -4,5 |
| 2016 Jan. ^(p) | 10,1 | 54,9 | 65,0 | 1,4 | -3,7 | -2,3 | 62,7 | 10,5 | -2,8 | 4,6 | 12,4 | 75,1 |
| Wachstumsraten | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 5,3 | 5,9 | 5,8 | -6,4 | 2,2 | -1,8 | 2,5 | -9,2 | -10,4 | -38,0 | -16,1 | 1,0 |
| 2014 | 6,4 | 8,4 | 8,1 | -5,4 | 0,1 | -2,3 | 3,8 | 0,8 | 2,6 | 18,7 | 4,0 | 3,8 |
| 2015 | 6,7 | 11,6 | 10,8 | -9,0 | 0,6 | -3,5 | 5,3 | -38,2 | 11,5 | -26,2 | -3,8 | 4,7 |
| 2015 Q1 | 7,3 | 10,6 | 10,1 | -7,6 | 0,1 | -3,3 | 4,6 | 5,1 | 5,3 | 11,7 | 5,6 | 4,7 |
| Q2 | 8,8 | 12,4 | 11,8 | -10,7 | 0,5 | -4,4 | 5,2 | -30,9 | 6,9 | 23,7 | 0,6 | 4,9 |
| Q3 | 8,3 | 12,4 | 11,7 | -11,4 | 0,5 | -4,7 | 5,2 | -23,0 | 9,0 | -1,5 | 0,7 | 4,9 |
| Q4 | 6,7 | 11,6 | 10,8 | -9,0 | 0,6 | -3,5 | 5,3 | -38,2 | 11,5 | -26,2 | -3,8 | 4,7 |
| 2015 Aug. | 8,6 | 12,1 | 11,5 | -11,2 | 0,6 | -4,6 | 5,1 | -21,1 | 9,5 | 8,2 | 2,4 | 4,9 |
| Sept. | 8,3 | 12,4 | 11,7 | -11,4 | 0,5 | -4,7 | 5,2 | -23,0 | 9,0 | -1,5 | 0,7 | 4,9 |
| Okt. | 8,1 | 12,3 | 11,6 | -10,9 | 0,6 | -4,3 | 5,4 | -18,8 | 10,1 | 6,6 | 3,2 | 5,2 |
| Nov. | 8,0 | 11,7 | 11,1 | -9,9 | 0,3 | -4,0 | 5,2 | -29,6 | 12,3 | 7,3 | 2,7 | 5,0 |
| Dez. | 6,7 | 11,6 | 10,8 | -9,0 | 0,6 | -3,5 | 5,3 | -38,2 | 11,5 | -26,2 | -3,8 | 4,7 |
| 2016 Jan. ^(p) | 6,1 | 11,3 | 10,5 | -7,5 | 0,7 | -2,7 | 5,4 | -28,0 | 9,4 | -16,2 | -1,3 | 5,0 |

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

| | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾ | | | | | Private Haushalte ³⁾ | | | | | Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾ | Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen | Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾ |
|---|--|----------------|---|---|---------------|---------------------------------|----------------|---|---|---------------|--|---|--|
| | Insgesamt | Täglich fällig | Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren | Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten | Repogeschäfte | Insgesamt | Täglich fällig | Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren | Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten | Repogeschäfte | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Bestände | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 1 710,5 | 1 186,7 | 397,8 | 109,8 | 16,2 | 5 413,6 | 2 539,7 | 874,7 | 1 994,5 | 4,7 | 804,8 | 194,9 | 300,1 |
| 2014 | 1 815,2 | 1 318,7 | 365,8 | 111,6 | 19,2 | 5 556,6 | 2 751,2 | 809,6 | 1 992,8 | 3,0 | 895,8 | 222,7 | 333,1 |
| 2015 | 1 927,6 | 1 480,9 | 322,0 | 116,5 | 8,2 | 5 751,1 | 3 061,0 | 694,3 | 1 993,1 | 2,6 | 989,2 | 224,6 | 362,5 |
| 2015 Q1 | 1 848,5 | 1 381,7 | 340,2 | 111,8 | 14,9 | 5 597,8 | 2 839,3 | 762,8 | 1 991,9 | 3,8 | 947,6 | 225,7 | 340,2 |
| Q2 | 1 858,2 | 1 410,7 | 322,6 | 112,8 | 12,2 | 5 646,7 | 2 910,7 | 735,1 | 1 998,1 | 2,8 | 955,7 | 228,1 | 340,9 |
| Q3 | 1 901,0 | 1 451,1 | 324,0 | 115,8 | 10,1 | 5 695,4 | 2 987,9 | 707,4 | 1 997,0 | 3,0 | 966,6 | 218,0 | 356,2 |
| Q4 | 1 927,6 | 1 480,9 | 322,0 | 116,5 | 8,2 | 5 751,1 | 3 061,0 | 694,3 | 1 993,1 | 2,6 | 989,2 | 224,6 | 362,5 |
| 2015 Aug. | 1 889,4 | 1 441,7 | 325,0 | 114,5 | 8,2 | 5 674,0 | 2 960,0 | 714,8 | 1 996,2 | 3,1 | 968,1 | 224,7 | 354,2 |
| Sept. | 1 901,0 | 1 451,1 | 324,0 | 115,8 | 10,1 | 5 695,4 | 2 987,9 | 707,4 | 1 997,0 | 3,0 | 966,6 | 218,0 | 356,2 |
| Okt. | 1 937,3 | 1 493,6 | 316,7 | 116,9 | 10,1 | 5 706,8 | 3 003,6 | 705,6 | 1 994,2 | 3,5 | 964,5 | 222,4 | 366,1 |
| Nov. | 1 934,2 | 1 486,9 | 321,4 | 116,8 | 9,1 | 5 728,0 | 3 033,3 | 698,5 | 1 992,2 | 3,9 | 990,4 | 222,4 | 371,7 |
| Dez. | 1 927,6 | 1 480,9 | 322,0 | 116,5 | 8,2 | 5 751,1 | 3 061,0 | 694,3 | 1 993,1 | 2,6 | 989,2 | 224,6 | 362,5 |
| 2016 Jan. ^(b) | 1 966,4 | 1 520,9 | 320,1 | 115,6 | 9,8 | 5 763,9 | 3 077,2 | 693,9 | 1 989,2 | 3,6 | 983,3 | 224,2 | 378,1 |
| Transaktionsbedingte Veränderungen | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 98,2 | 90,1 | -6,9 | 9,1 | 5,9 | 107,9 | 182,4 | -100,1 | 31,9 | -6,2 | -15,1 | -13,3 | -7,8 |
| 2014 | 69,5 | 91,2 | -25,5 | 1,5 | 2,4 | 140,5 | 209,8 | -65,7 | -1,8 | -1,7 | 53,4 | 7,5 | 21,7 |
| 2015 | 100,0 | 140,2 | -33,9 | 4,9 | -11,2 | 194,8 | 302,8 | -108,2 | 0,7 | -0,4 | 76,5 | -1,7 | 27,9 |
| 2015 Q1 | 29,5 | 48,9 | -14,9 | 0,1 | -4,6 | 39,0 | 79,1 | -41,1 | 0,2 | 0,8 | 35,0 | 1,5 | 7,5 |
| Q2 | 13,3 | 31,7 | -16,8 | 1,0 | -2,6 | 50,7 | 73,3 | -28,0 | 6,4 | -1,0 | 12,3 | 2,8 | 0,9 |
| Q3 | 42,5 | 41,0 | 0,4 | 3,1 | -2,1 | 48,9 | 78,3 | -27,7 | -1,9 | 0,2 | 10,3 | -10,2 | 13,4 |
| Q4 | 14,7 | 18,6 | -2,6 | 0,7 | -2,0 | 56,2 | 72,1 | -11,4 | -4,0 | -0,5 | 18,9 | 4,2 | 6,1 |
| 2015 Aug. | 2,8 | 5,8 | 0,7 | 0,7 | -4,4 | 11,0 | 18,3 | -7,4 | 0,1 | -0,1 | 2,3 | -7,2 | 6,2 |
| Sept. | 12,4 | 9,5 | -0,4 | 1,4 | 2,0 | 21,3 | 28,9 | -7,3 | -0,2 | -0,1 | -3,0 | -6,6 | 1,9 |
| Okt. | 25,2 | 31,9 | -7,8 | 1,1 | 0,0 | 10,6 | 15,0 | -2,0 | -2,9 | 0,5 | -4,5 | 4,5 | 9,5 |
| Nov. | -7,6 | -10,0 | 3,8 | -0,1 | -1,2 | 21,4 | 28,6 | -5,5 | -2,1 | 0,4 | 21,1 | -2,4 | 5,5 |
| Dez. | -2,9 | -3,3 | 1,5 | -0,3 | -0,8 | 24,1 | 28,4 | -3,9 | 1,0 | -1,3 | 2,3 | 2,1 | -8,8 |
| 2016 Jan. ^(b) | 40,3 | 41,1 | -1,5 | -0,9 | 1,6 | 13,1 | 16,3 | -0,1 | -4,0 | 1,0 | -5,3 | -0,5 | 15,4 |
| Wachstumsraten | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 6,1 | 8,2 | -1,7 | 8,9 | 56,4 | 2,0 | 7,7 | -10,3 | 1,6 | -56,7 | -1,9 | -6,4 | -2,5 |
| 2014 | 4,0 | 7,6 | -6,4 | 1,3 | 14,4 | 2,6 | 8,3 | -7,5 | -0,1 | -36,9 | 6,3 | 4,0 | 7,3 |
| 2015 | 5,5 | 10,6 | -9,5 | 4,4 | -57,9 | 3,5 | 11,0 | -13,4 | 0,0 | -14,2 | 8,4 | -0,8 | 8,3 |
| 2015 Q1 | 4,7 | 9,9 | -9,8 | 0,8 | -5,4 | 2,8 | 9,7 | -11,2 | 0,0 | -31,2 | 14,6 | -0,5 | 5,2 |
| Q2 | 4,3 | 10,6 | -13,9 | 1,3 | -23,5 | 3,0 | 10,8 | -13,9 | 0,1 | -37,8 | 13,7 | -1,1 | 5,3 |
| Q3 | 5,1 | 10,8 | -12,3 | 2,3 | -32,3 | 3,0 | 11,1 | -15,5 | 0,0 | -37,7 | 14,2 | -4,9 | 5,8 |
| Q4 | 5,5 | 10,6 | -9,5 | 4,4 | -57,9 | 3,5 | 11,0 | -13,4 | 0,0 | -14,2 | 8,4 | -0,8 | 8,3 |
| 2015 Aug. | 4,8 | 11,2 | -13,3 | 1,6 | -48,2 | 2,9 | 10,9 | -15,3 | 0,1 | -36,9 | 14,5 | -5,6 | 6,1 |
| Sept. | 5,1 | 10,8 | -12,3 | 2,3 | -32,3 | 3,0 | 11,1 | -15,5 | 0,0 | -37,7 | 14,2 | -4,9 | 5,8 |
| Okt. | 6,6 | 12,2 | -11,5 | 2,4 | -26,4 | 3,1 | 11,0 | -14,8 | 0,0 | -25,6 | 10,8 | -3,7 | 9,8 |
| Nov. | 5,0 | 10,0 | -11,0 | 1,9 | -31,7 | 3,3 | 10,9 | -14,5 | 0,1 | -18,1 | 9,7 | -4,7 | 10,9 |
| Dez. | 5,5 | 10,6 | -9,5 | 4,4 | -57,9 | 3,5 | 11,0 | -13,4 | 0,0 | -14,2 | 8,4 | -0,8 | 8,3 |
| 2016 Jan. ^(b) | 6,5 | 10,8 | -9,0 | 4,4 | -17,4 | 3,7 | 10,5 | -11,4 | 0,2 | -12,4 | 9,2 | -3,2 | 9,9 |

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹⁾

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

| | Kredite an öffentliche Haushalte | | | Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet | | | | | | | | Schuldverschreibungen | Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds) |
|---|----------------------------------|-------------|-----------------------|---|-------------|--|--|------------------------------------|--|-----------------------|--|-----------------------|--|
| | Insgesamt | Buchkredite | Schuldverschreibungen | Insgesamt | Buchkredite | | | | | Schuldverschreibungen | | | |
| | | | | | Insgesamt | Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ²⁾ | An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾ | An private Haushalte ⁴⁾ | An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾ | | An Versicherungs-gesellschaften und Pensions-einrichtungen | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | | |
| Bestände | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | 3 404,9 | 1 096,7 | 2 308,2 | 12 709,1 | 10 544,4 | 10 929,5 | 4 353,6 | 5 222,8 | 869,2 | 98,7 | 1 364,7 | 800,0 | |
| 2014 | 3 605,5 | 1 131,8 | 2 473,7 | 12 562,3 | 10 510,7 | 10 920,7 | 4 271,7 | 5 200,4 | 909,8 | 128,9 | 1 276,9 | 774,7 | |
| 2015 | 3 893,3 | 1 109,5 | 2 783,9 | 12 679,6 | 10 591,7 | 10 989,3 | 4 273,4 | 5 307,5 | 887,3 | 123,6 | 1 301,1 | 786,8 | |
| 2015 Q1 | 3 671,7 | 1 148,5 | 2 523,2 | 12 674,1 | 10 611,8 | 11 008,5 | 4 301,5 | 5 234,0 | 941,6 | 134,7 | 1 274,1 | 788,2 | |
| Q2 | 3 680,4 | 1 137,4 | 2 543,0 | 12 636,4 | 10 592,2 | 10 986,5 | 4 291,3 | 5 258,5 | 906,8 | 135,5 | 1 254,8 | 789,4 | |
| Q3 | 3 815,9 | 1 127,1 | 2 688,8 | 12 652,5 | 10 564,8 | 10 963,1 | 4 274,9 | 5 277,6 | 891,1 | 121,2 | 1 310,4 | 777,3 | |
| Q4 | 3 893,3 | 1 109,5 | 2 783,9 | 12 679,6 | 10 591,7 | 10 989,3 | 4 273,4 | 5 307,5 | 887,3 | 123,6 | 1 301,1 | 786,8 | |
| 2015 Aug. | 3 766,9 | 1 132,3 | 2 634,6 | 12 697,1 | 10 599,3 | 11 000,9 | 4 291,1 | 5 268,8 | 910,8 | 128,6 | 1 306,1 | 791,7 | |
| Sept. | 3 815,9 | 1 127,1 | 2 688,8 | 12 652,5 | 10 564,8 | 10 963,1 | 4 274,9 | 5 277,6 | 891,1 | 121,2 | 1 310,4 | 777,3 | |
| Okt. | 3 835,6 | 1 119,8 | 2 715,8 | 12 695,5 | 10 607,1 | 11 003,3 | 4 290,2 | 5 301,9 | 890,6 | 124,3 | 1 296,6 | 791,8 | |
| Nov. | 3 877,8 | 1 118,4 | 2 759,4 | 12 736,0 | 10 650,2 | 11 046,6 | 4 307,5 | 5 310,0 | 908,3 | 124,4 | 1 287,6 | 798,2 | |
| Dez. | 3 893,3 | 1 109,5 | 2 783,9 | 12 679,6 | 10 591,7 | 10 989,3 | 4 273,4 | 5 307,5 | 887,3 | 123,6 | 1 301,1 | 786,8 | |
| 2016 Jan. ⁶⁾ | 3 963,7 | 1 117,3 | 2 846,4 | 12 687,9 | 10 617,1 | 11 013,2 | 4 289,1 | 5 311,7 | 890,6 | 125,6 | 1 306,0 | 764,9 | |
| Transaktionsbedingte Veränderungen | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -25,0 | -73,5 | 48,5 | -305,7 | -248,1 | -268,7 | -132,9 | -4,0 | -120,9 | 9,7 | -72,7 | 15,1 | |
| 2014 | 72,0 | 16,0 | 56,1 | -104,0 | -50,3 | -32,1 | -60,9 | -15,4 | 14,3 | 11,7 | -90,0 | 36,2 | |
| 2015 | 283,8 | -20,7 | 304,6 | 97,6 | 68,8 | 49,0 | 0,6 | 98,0 | -24,3 | -5,5 | 24,2 | 4,5 | |
| 2015 Q1 | 40,3 | 16,5 | 23,8 | 34,1 | 45,2 | 31,7 | 8,3 | 19,2 | 12,4 | 5,3 | -3,5 | -7,5 | |
| Q2 | 58,0 | -10,7 | 68,6 | 0,2 | 7,6 | 1,6 | -0,3 | 30,7 | -23,8 | 1,0 | -14,1 | 6,7 | |
| Q3 | 112,2 | -10,2 | 122,3 | 54,8 | -7,9 | -2,8 | -6,0 | 24,7 | -12,3 | -14,4 | 64,3 | -1,6 | |
| Q4 | 73,4 | -16,4 | 89,8 | 8,4 | 23,9 | 18,5 | -1,4 | 23,4 | -0,7 | 2,6 | -22,4 | 7,0 | |
| 2015 Aug. | 47,1 | -0,1 | 47,1 | 15,2 | 3,8 | 4,5 | -0,8 | 9,1 | -1,5 | -3,0 | 12,1 | -0,7 | |
| Sept. | 35,0 | -6,1 | 41,1 | -29,7 | -26,0 | -27,4 | -10,4 | 11,4 | -19,6 | -7,4 | 5,6 | -9,3 | |
| Okt. | 10,1 | -7,7 | 17,8 | 16,6 | 27,7 | 25,7 | 7,0 | 15,0 | 2,6 | 3,1 | -19,1 | 8,0 | |
| Nov. | 36,6 | -1,5 | 38,1 | 18,7 | 35,4 | 31,3 | 12,4 | 8,3 | 14,6 | 0,0 | -20,4 | 3,7 | |
| Dez. | 26,7 | -7,1 | 33,9 | -26,8 | -39,1 | -38,5 | -20,9 | 0,1 | -17,9 | -0,5 | 17,1 | -4,7 | |
| 2016 Jan. ⁶⁾ | 60,3 | 5,2 | 55,0 | 24,0 | 34,1 | 31,4 | 21,0 | 6,4 | 4,6 | 2,1 | 6,9 | -17,0 | |
| Wachstumsraten | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | -0,7 | -6,3 | 2,2 | -2,3 | -2,3 | -2,4 | -2,9 | -0,1 | -12,3 | 10,9 | -5,1 | 1,9 | |
| 2014 | 2,1 | 1,5 | 2,4 | -0,8 | -0,5 | -0,3 | -1,4 | -0,3 | 1,5 | 11,9 | -6,6 | 4,5 | |
| 2015 | 7,9 | -1,8 | 12,3 | 0,8 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,9 | -2,6 | -4,2 | 1,9 | 0,6 | |
| 2015 Q1 | 2,8 | 1,9 | 3,1 | -0,2 | 0,1 | 0,2 | -0,6 | 0,0 | 2,4 | 14,1 | -4,9 | 3,2 | |
| Q2 | 5,1 | 1,6 | 6,7 | 0,2 | 0,6 | 0,3 | -0,2 | 1,2 | -1,0 | 17,8 | -5,2 | 3,0 | |
| Q3 | 7,2 | 0,5 | 10,2 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 1,6 | -2,0 | -1,4 | 1,0 | 1,9 | |
| Q4 | 7,9 | -1,8 | 12,3 | 0,8 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,9 | -2,6 | -4,2 | 1,9 | 0,6 | |
| 2015 Aug. | 6,3 | 1,0 | 8,8 | 1,0 | 1,0 | 0,7 | 0,2 | 1,4 | 0,5 | 12,4 | -0,3 | 3,2 | |
| Sept. | 7,2 | 0,5 | 10,2 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 1,6 | -2,0 | -1,4 | 1,0 | 1,9 | |
| Okt. | 6,9 | 0,2 | 9,9 | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,3 | 1,8 | -1,5 | 2,0 | 0,0 | 2,5 | |
| Nov. | 7,8 | -0,7 | 11,7 | 1,1 | 1,2 | 0,9 | 0,7 | 1,9 | -0,1 | -1,4 | -0,7 | 3,4 | |
| Dez. | 7,9 | -1,8 | 12,3 | 0,8 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,9 | -2,6 | -4,2 | 1,9 | 0,6 | |
| 2016 Jan. ⁶⁾ | 8,6 | -2,4 | 13,7 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 1,9 | -2,5 | -9,5 | 2,3 | -0,4 | |

Quelle: EZB.

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

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

| | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾ | | | | | Private Haushalte ³⁾ | | | | |
|---|--|--|---------------|---------------------------------|------------------|---------------------------------|---------|------------------|--------------------|------------------|
| | Insgesamt | | Bis zu 1 Jahr | Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren | Mehr als 5 Jahre | Insgesamt | | Konsumtenkredite | Wohnungsbaukredite | Sonstige Kredite |
| | 1 | Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾ | | | | 2 | 7 | | | |
| Bestände | | | | | | | | | | |
| 2013 | 4 353,6 | 4 407,7 | 1 065,7 | 740,9 | 2 547,0 | 5 222,8 | 5 546,6 | 573,6 | 3 853,7 | 795,5 |
| 2014 | 4 271,7 | 4 329,7 | 1 080,7 | 720,5 | 2 470,4 | 5 200,4 | 5 545,3 | 563,4 | 3 861,0 | 776,0 |
| 2015 | 4 273,4 | 4 333,7 | 1 038,2 | 758,5 | 2 476,7 | 5 307,5 | 5 638,7 | 595,6 | 3 948,3 | 763,6 |
| 2015 Q1 | 4 301,5 | 4 357,4 | 1 089,2 | 734,6 | 2 477,8 | 5 234,0 | 5 570,3 | 567,8 | 3 890,9 | 775,3 |
| Q2 | 4 291,3 | 4 347,6 | 1 080,8 | 743,1 | 2 467,3 | 5 258,5 | 5 589,2 | 578,7 | 3 908,9 | 771,0 |
| Q3 | 4 274,9 | 4 333,8 | 1 058,3 | 745,9 | 2 470,6 | 5 277,6 | 5 611,4 | 582,4 | 3 926,5 | 768,7 |
| Q4 | 4 273,4 | 4 333,7 | 1 038,2 | 758,5 | 2 476,7 | 5 307,5 | 5 638,7 | 595,6 | 3 948,3 | 763,6 |
| 2015 Aug. | 4 291,1 | 4 350,1 | 1 083,9 | 743,0 | 2 464,2 | 5 268,8 | 5 605,3 | 581,6 | 3 917,2 | 770,0 |
| Sept. | 4 274,9 | 4 333,8 | 1 058,3 | 745,9 | 2 470,6 | 5 277,6 | 5 611,4 | 582,4 | 3 926,5 | 768,7 |
| Okt. | 4 290,2 | 4 350,6 | 1 062,6 | 755,6 | 2 472,1 | 5 301,9 | 5 630,1 | 594,9 | 3 940,6 | 766,5 |
| Nov. | 4 307,5 | 4 365,8 | 1 076,6 | 755,5 | 2 475,3 | 5 310,0 | 5 638,7 | 596,8 | 3 944,8 | 768,3 |
| Dez. | 4 273,4 | 4 333,7 | 1 038,2 | 758,5 | 2 476,7 | 5 307,5 | 5 638,7 | 595,6 | 3 948,3 | 763,6 |
| 2016 Jan. ^(p) | 4 289,1 | 4 352,3 | 1 048,5 | 765,3 | 2 475,2 | 5 311,7 | 5 642,9 | 596,3 | 3 952,0 | 763,4 |
| Transaktionsbedingte Veränderungen | | | | | | | | | | |
| 2013 | -132,9 | -145,1 | -44,3 | -44,6 | -44,0 | -4,0 | -15,0 | -18,2 | 27,4 | -13,2 |
| 2014 | -60,9 | -64,0 | -14,2 | 2,3 | -48,9 | -15,4 | 5,9 | -2,9 | -3,4 | -9,1 |
| 2015 | 0,6 | 6,3 | -45,8 | 32,3 | 14,1 | 98,0 | 77,1 | 21,6 | 80,1 | -3,6 |
| 2015 Q1 | 8,3 | 5,7 | -1,0 | 7,5 | 1,8 | 19,2 | 11,1 | 2,0 | 17,4 | -0,2 |
| Q2 | -0,3 | 0,9 | -3,0 | 7,3 | -4,5 | 30,7 | 20,8 | 9,4 | 22,5 | -1,2 |
| Q3 | -6,0 | -0,7 | -19,1 | 4,0 | 9,2 | 24,7 | 26,5 | 5,2 | 19,8 | -0,3 |
| Q4 | -1,4 | 0,4 | -22,6 | 13,5 | 7,6 | 23,4 | 18,6 | 5,0 | 20,3 | -1,9 |
| 2015 Aug. | -0,8 | 0,3 | 4,1 | -0,1 | -4,9 | 9,1 | 8,0 | 2,4 | 6,4 | 0,3 |
| Sept. | -10,4 | -9,8 | -24,0 | 3,6 | 10,0 | 11,4 | 9,7 | 1,3 | 10,2 | -0,1 |
| Okt. | 7,0 | 10,2 | -5,6 | 10,1 | 2,5 | 15,0 | 7,5 | 3,0 | 12,5 | -0,6 |
| Nov. | 12,4 | 9,4 | 15,5 | -2,4 | -0,7 | 8,3 | 8,7 | 2,6 | 3,6 | 2,1 |
| Dez. | -20,9 | -19,1 | -32,5 | 5,9 | 5,7 | 0,1 | 2,4 | -0,6 | 4,2 | -3,4 |
| 2016 Jan. ^(p) | 21,0 | 22,9 | 13,2 | 5,4 | 2,4 | 6,4 | 6,0 | 1,1 | 4,8 | 0,4 |
| Wachstumsraten | | | | | | | | | | |
| 2013 | -2,9 | -3,2 | -4,0 | -5,6 | -1,7 | -0,1 | -0,3 | -3,0 | 0,7 | -1,6 |
| 2014 | -1,4 | -1,4 | -1,3 | 0,3 | -1,9 | -0,3 | 0,1 | -0,5 | -0,1 | -1,1 |
| 2015 | 0,0 | 0,1 | -4,2 | 4,4 | 0,6 | 1,9 | 1,4 | 3,8 | 2,1 | -0,5 |
| 2015 Q1 | -0,6 | -0,7 | -0,8 | 2,0 | -1,3 | 0,0 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | -0,8 |
| Q2 | -0,2 | -0,4 | -1,1 | 2,2 | -0,5 | 1,2 | 0,6 | 1,8 | 1,6 | -0,9 |
| Q3 | 0,1 | 0,1 | -2,7 | 3,6 | 0,2 | 1,6 | 1,1 | 2,6 | 1,8 | -0,5 |
| Q4 | 0,0 | 0,1 | -4,2 | 4,4 | 0,6 | 1,9 | 1,4 | 3,8 | 2,1 | -0,5 |
| 2015 Aug. | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 2,6 | -0,4 | 1,4 | 1,0 | 2,7 | 1,6 | -0,5 |
| Sept. | 0,1 | 0,1 | -2,7 | 3,6 | 0,2 | 1,6 | 1,1 | 2,6 | 1,8 | -0,5 |
| Okt. | 0,3 | 0,4 | -3,1 | 5,0 | 0,4 | 1,8 | 1,2 | 2,9 | 2,0 | -0,4 |
| Nov. | 0,7 | 0,7 | -0,9 | 3,5 | 0,5 | 1,9 | 1,4 | 3,6 | 2,1 | -0,2 |
| Dez. | 0,0 | 0,1 | -4,2 | 4,4 | 0,6 | 1,9 | 1,4 | 3,8 | 2,1 | -0,5 |
| 2016 Jan. ^(p) | 0,4 | 0,6 | -3,1 | 4,6 | 0,7 | 1,9 | 1,4 | 4,0 | 2,0 | -0,3 |

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

| | Verbindlichkeiten der MFIs | | | | | | Forderungen der MFIs | | | |
|---|---|--|--|--|--|-----------------------|--|--|--|-------|
| | Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾ | Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet | | | | | Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets | Sonstige | | |
| | | Zusammen | Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren | Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten | Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren | Kapital und Rücklagen | | Zusammen | | |
| | | | | | | | | Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾ | Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾ | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| Bestände | | | | | | | | | | |
| 2013 | 261,7 | 7 311,0 | 2 371,2 | 91,5 | 2 507,2 | 2 341,1 | 1 146,5 | 150,2 | 183,8 | 121,9 |
| 2014 | 264,6 | 7 188,6 | 2 248,9 | 92,2 | 2 381,7 | 2 465,8 | 1 383,3 | 226,5 | 184,5 | 139,7 |
| 2015 | 278,3 | 7 069,6 | 2 184,2 | 79,8 | 2 254,1 | 2 551,5 | 1 331,3 | 283,4 | 205,9 | 135,6 |
| 2015 Q1 | 283,2 | 7 320,9 | 2 258,5 | 90,6 | 2 395,7 | 2 576,1 | 1 505,6 | 240,1 | 236,3 | 160,6 |
| Q2 | 265,2 | 7 169,4 | 2 223,1 | 86,7 | 2 330,6 | 2 529,0 | 1 459,0 | 242,1 | 224,6 | 147,1 |
| Q3 | 287,6 | 7 101,6 | 2 223,8 | 83,7 | 2 264,4 | 2 529,7 | 1 361,8 | 255,2 | 213,6 | 140,0 |
| Q4 | 278,3 | 7 069,6 | 2 184,2 | 79,8 | 2 254,1 | 2 551,5 | 1 331,3 | 283,4 | 205,9 | 135,6 |
| 2015 Aug. | 274,5 | 7 127,1 | 2 225,0 | 84,3 | 2 289,8 | 2 528,0 | 1 355,3 | 244,1 | 207,0 | 128,4 |
| Sept. | 287,6 | 7 101,6 | 2 223,8 | 83,7 | 2 264,4 | 2 529,7 | 1 361,8 | 255,2 | 213,6 | 140,0 |
| Okt. | 347,8 | 7 107,3 | 2 207,4 | 82,2 | 2 257,1 | 2 560,5 | 1 396,2 | 305,3 | 196,4 | 144,9 |
| Nov. | 296,0 | 7 123,8 | 2 189,4 | 80,3 | 2 284,3 | 2 569,9 | 1 385,8 | 271,5 | 217,7 | 146,0 |
| Dez. | 278,3 | 7 069,6 | 2 184,2 | 79,8 | 2 254,1 | 2 551,5 | 1 331,3 | 283,4 | 205,9 | 135,6 |
| 2016 Jan. ^(p) | 306,0 | 7 054,7 | 2 174,5 | 78,6 | 2 224,5 | 2 577,1 | 1 309,8 | 308,8 | 213,8 | 141,7 |
| Transaktionsbedingte Veränderungen | | | | | | | | | | |
| 2013 | -44,9 | -89,7 | -19,0 | -14,3 | -137,3 | 80,9 | 362,0 | -62,5 | 32,2 | 43,7 |
| 2014 | -5,7 | -162,5 | -122,3 | 2,0 | -151,4 | 109,1 | 238,4 | -0,2 | 0,7 | 17,8 |
| 2015 | 7,5 | -219,2 | -104,0 | -13,5 | -203,8 | 102,0 | -97,4 | -10,2 | 21,4 | -4,0 |
| 2015 Q1 | 15,5 | -36,8 | -27,8 | -2,6 | -52,3 | 45,9 | 3,4 | 33,3 | 51,7 | 21,0 |
| Q2 | -18,0 | -87,4 | -34,7 | -3,9 | -50,5 | 1,8 | -0,3 | -55,3 | -11,8 | -13,6 |
| Q3 | 22,0 | -37,6 | 6,1 | -3,1 | -58,5 | 17,9 | -64,1 | 0,9 | -11,0 | -7,1 |
| Q4 | -11,9 | -57,4 | -47,5 | -3,9 | -42,4 | 36,4 | -36,5 | 10,8 | -7,7 | -4,3 |
| 2015 Aug. | 20,8 | -14,4 | -2,7 | -1,4 | -13,3 | 3,0 | -19,5 | -17,0 | -0,3 | -13,9 |
| Sept. | 12,8 | -19,9 | -1,1 | -0,6 | -25,1 | 6,9 | 7,4 | 6,9 | 6,6 | 11,6 |
| Okt. | 58,0 | -33,9 | -23,4 | -1,5 | -17,5 | 8,6 | 10,5 | 54,3 | -17,2 | 5,0 |
| Nov. | -51,8 | -11,2 | -21,1 | -1,9 | -6,2 | 18,0 | -15,3 | -40,3 | 21,3 | 1,1 |
| Dez. | -18,1 | -12,3 | -3,0 | -0,5 | -18,6 | 9,8 | -31,7 | -3,2 | -11,7 | -10,4 |
| 2016 Jan. ^(p) | 27,7 | -31,3 | -9,1 | -1,2 | -24,6 | 3,5 | -28,2 | 15,4 | 7,9 | 6,9 |
| Wachstumsraten | | | | | | | | | | |
| 2013 | -14,7 | -1,2 | -0,8 | -13,5 | -5,1 | 3,4 | - | - | 10,3 | 23,3 |
| 2014 | -2,2 | -2,2 | -5,2 | 2,2 | -6,0 | 4,6 | - | - | 0,4 | 14,6 |
| 2015 | 3,1 | -3,0 | -4,6 | -14,4 | -8,4 | 4,1 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2015 Q1 | 5,5 | -2,7 | -5,9 | -0,1 | -6,8 | 4,6 | - | - | 33,4 | 37,6 |
| Q2 | -6,0 | -3,0 | -5,3 | -3,4 | -8,1 | 4,3 | - | - | 31,0 | 23,5 |
| Q3 | 11,8 | -3,4 | -3,7 | -9,1 | -9,3 | 3,0 | - | - | 30,5 | 15,0 |
| Q4 | 3,1 | -3,0 | -4,6 | -14,4 | -8,4 | 4,1 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2015 Aug. | -1,4 | -3,2 | -4,3 | -7,9 | -8,7 | 3,6 | - | - | 20,3 | 9,8 |
| Sept. | 11,8 | -3,4 | -3,7 | -9,1 | -9,3 | 3,0 | - | - | 30,5 | 15,0 |
| Okt. | 29,6 | -3,5 | -4,2 | -10,1 | -9,0 | 3,0 | - | - | 7,2 | 19,6 |
| Nov. | 10,3 | -3,4 | -4,9 | -11,4 | -8,8 | 3,6 | - | - | 18,0 | 11,7 |
| Dez. | 3,1 | -3,0 | -4,6 | -14,4 | -8,4 | 4,1 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2016 Jan. ^(p) | 3,4 | -3,3 | -4,4 | -15,4 | -8,9 | 3,5 | - | - | 5,1 | 7,0 |

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.3 Verschuldung

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

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

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

- 1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).
 2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

| | Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾ | | | | | Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾ | Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾ | | | | | | |
|-----------|--|---------|-------------------------------|-------------------------------|----------|--|--|---------------------|------------|------------------|---------------|---------|-----|
| | Insge-samt | Tilgung | Zinsausgaben | | Bestände | | Bestände | | | | Transaktionen | | |
| | | | Laufzeit von bis zu 3 Monaten | Laufzeit von bis zu 3 Monaten | | | Insge-samt | Variable Verzinsung | Null-kupon | Feste Verzinsung | Emission | Tilgung | |
| | 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 |
| 2015 | 15,3 | 13,3 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 |
| 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 |
| 2015 Q1 | 15,5 | 13,4 | 4,6 | 2,0 | 0,5 | 6,5 | 3,1 | 1,3 | 0,3 | 3,5 | 2,9 | 0,6 | 1,7 |
| Q2 | 15,4 | 13,4 | 4,9 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 3,0 | 1,3 | 0,2 | 3,4 | 2,9 | 0,5 | 1,5 |
| Q3 | 15,5 | 13,5 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 |
| 2015 Aug. | 15,3 | 13,4 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,4 | 2,9 | 0,4 | 1,5 |
| Sept. | 15,5 | 13,5 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 |
| Okt. | 15,9 | 13,9 | 4,3 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 |
| Nov. | 16,0 | 14,0 | 4,7 | 2,0 | 0,5 | 6,5 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,4 |
| Dez. | 15,3 | 13,3 | 4,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 |
| 2016 Jan. | 15,4 | 13,4 | 5,4 | 2,0 | 0,5 | 6,6 | 2,8 | 1,2 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 |

Quelle: EZB.

- 1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates.
 2) Ohne Berücksichtigung künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen und vorzeitiger Tilgungen.
 3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.
 4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

| | Belgien 1 | Deutschland 2 | Estland 3 | Irland 4 | Griechenland 5 | Spanien 6 | Frankreich 7 | Italien 8 | Zypern 9 | |
|--------------------|----------------|------------------|-----------------|-------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| Finanzierungssaldo | | | | | | | | | | |
| 2011 | -4,1 | -1,0 | 1,2 | -12,5 | -10,2 | -9,5 | -5,1 | -3,5 | -5,7 | |
| 2012 | -4,1 | -0,1 | -0,3 | -8,0 | -8,8 | -10,4 | -4,8 | -3,0 | -5,8 | |
| 2013 | -2,9 | -0,1 | -0,1 | -5,7 | -12,4 | -6,9 | -4,1 | -2,9 | -4,9 | |
| 2014 | -3,1 | 0,3 | 0,7 | -3,9 | -3,6 | -5,9 | -3,9 | -3,0 | -8,9 | |
| 2014 Q4 | -3,1 | 0,3 | 0,7 | -3,9 | -3,6 | -5,9 | -3,9 | -3,0 | -8,9 | |
| 2015 Q1 | -3,3 | 0,4 | 0,5 | -3,6 | -4,7 | -5,9 | -3,9 | -3,0 | -0,2 | |
| Q2 | -3,1 | 0,4 | 0,6 | -3,0 | -5,3 | -5,5 | -3,9 | -2,9 | -0,4 | |
| Q3 | -3,0 | 0,8 | 0,7 | -2,5 | -5,4 | -5,3 | -3,7 | -2,8 | -0,9 | |
| Verschuldung | | | | | | | | | | |
| 2011 | 102,2 | 78,4 | 5,9 | 109,3 | 172,0 | 69,5 | 85,2 | 116,4 | 65,8 | |
| 2012 | 104,1 | 79,7 | 9,5 | 120,2 | 159,4 | 85,4 | 89,6 | 123,2 | 79,3 | |
| 2013 | 105,1 | 77,4 | 9,9 | 120,0 | 177,0 | 93,7 | 92,3 | 128,8 | 102,5 | |
| 2014 | 106,7 | 74,9 | 10,4 | 107,5 | 178,6 | 99,3 | 95,6 | 132,3 | 108,2 | |
| 2014 Q4 | 106,7 | 74,9 | 10,4 | 107,5 | 178,6 | 99,3 | 95,6 | 132,3 | 108,2 | |
| 2015 Q1 | 110,9 | 74,3 | 10,0 | 104,7 | 169,9 | 99,7 | 97,5 | 135,3 | 107,5 | |
| Q2 | 109,3 | 72,5 | 9,9 | 102,1 | 168,9 | 99,3 | 97,7 | 136,0 | 110,4 | |
| Q3 | 108,7 | 71,9 | 9,8 | 99,4 | 171,0 | 99,3 | 97,0 | 134,6 | 109,6 | |
| | Lettland 10 | Litauen 11 | Luxemburg 12 | Malta 13 | Niederlande 14 | Österreich 15 | Portugal 16 | Slowenien 17 | Slowakei 18 | Finnland 19 |
| Finanzierungssaldo | | | | | | | | | | |
| 2011 | -3,4 | -8,9 | 0,5 | -2,6 | -4,3 | -2,6 | -7,4 | -6,6 | -4,1 | -1,0 |
| 2012 | -0,8 | -3,1 | 0,2 | -3,6 | -3,9 | -2,2 | -5,7 | -4,1 | -4,2 | -2,1 |
| 2013 | -0,9 | -2,6 | 0,7 | -2,6 | -2,4 | -1,3 | -4,8 | -15,0 | -2,6 | -2,5 |
| 2014 | -1,5 | -0,7 | 1,4 | -2,1 | -2,4 | -2,7 | -7,2 | -5,0 | -2,8 | -3,3 |
| 2014 Q4 | -1,6 | -0,7 | 1,4 | -2,1 | -2,4 | -2,7 | -7,2 | -5,0 | -2,8 | -3,3 |
| 2015 Q1 | -1,9 | -0,8 | 0,7 | -2,5 | -2,0 | -2,2 | -7,2 | -4,7 | -2,8 | -3,3 |
| Q2 | -2,0 | 0,3 | 0,5 | -2,2 | -1,9 | -2,2 | -6,4 | -4,6 | -2,8 | -2,8 |
| Q3 | -2,0 | 0,0 | 0,2 | -1,7 | -1,7 | -2,4 | -3,2 | -4,1 | -2,6 | -2,9 |
| Verschuldung | | | | | | | | | | |
| 2011 | 42,8 | 37,2 | 19,2 | 69,8 | 61,7 | 82,2 | 111,4 | 46,4 | 43,3 | 48,5 |
| 2012 | 41,4 | 39,8 | 22,1 | 67,6 | 66,4 | 81,6 | 126,2 | 53,7 | 51,9 | 52,9 |
| 2013 | 39,1 | 38,8 | 23,4 | 69,6 | 67,9 | 80,8 | 129,0 | 70,8 | 54,6 | 55,6 |
| 2014 | 40,6 | 40,7 | 23,0 | 68,3 | 68,2 | 84,2 | 130,2 | 80,8 | 53,5 | 59,3 |
| 2014 Q4 | 40,8 | 40,7 | 22,9 | 66,9 | 68,2 | 84,2 | 130,2 | 80,8 | 53,5 | 59,3 |
| 2015 Q1 | 35,6 | 38,0 | 22,2 | 68,5 | 69,2 | 84,9 | 130,3 | 81,8 | 53,9 | 60,6 |
| Q2 | 35,3 | 37,6 | 21,6 | 67,4 | 67,1 | 86,3 | 128,6 | 80,8 | 54,3 | 62,4 |
| Q3 | 36,4 | 38,1 | 21,3 | 66,3 | 66,3 | 85,3 | 130,5 | 84,1 | 53,5 | 61,2 |

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 9. März 2016.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-16-002-DE-N (Online-Version)