



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2016



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	12
3 Konjunkturentwicklung	16
4 Preise und Kosten	21
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	26
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	32
Kästen	
1 Die weltwirtschaftlichen Folgen der niedrigen Ölpreise	35
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 27. Januar bis zum 26. April 2016	39
3 Nettozinseinkommen der privaten Haushalte im Niedrigzinsumfeld	44
4 Verbesserte Aktualität der vierteljährlichen BIP-Schnellschätzung für das Euro-Währungsgebiet: erste Erfahrungswerte	47
5 Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2016	52
Aufsätze	
1 Die Rolle der nichtmonetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet bei der Finanzintermediation	57
2 Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet	79
Statistik	S1

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien	LU	Luxemburg
BG	Bulgarien	HU	Ungarn
CZ	Tschechische Republik	MT	Malta
	Dänemark	NL	Niederlande DK
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

In seiner geldpolitischen Sitzung vom 2. Juni 2016 kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass das Anfang März verabschiedete umfassende Maßnahmenpaket die Dynamik der Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet unterstützt und die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % befördert.

Die Maßnahmen der EZB verringern weiterhin die Kreditkosten und tragen zu einer Stärkung der Kreditschöpfung bei. Die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet schreitet allmählich voran. Neben den bereits berücksichtigten Impulsen werden von den noch umzusetzenden geldpolitischen Maßnahmen, und zwar dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) und der neuen Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II), zusätzliche geldpolitische Impulse erwartet, die einen weiteren Beitrag zu wieder ausgewogeneren Risiken für Wachstums- und Inflationsaussichten leisten werden. Im aktuellen Umfeld ist es von zentraler Bedeutung, sicherzustellen, dass sich die sehr niedrigen Inflationsraten nicht in Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preissetzung verfestigen. Der EZB-Rat wird die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität genau beobachten und – falls zur Erreichung seines Ziels erforderlich – handeln, indem er alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente nutzt.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 2. Juni 2016

Das globale Wachstum blieb im ersten Quartal 2016 gedämpft. Mit Blick auf die Zukunft ist zu erwarten, dass die globale Konjunktur weiterhin in moderatem Tempo wächst. Die Aussichten für die Industrieländer werden durch die niedrigen Zinsen, die Aufhellung an den Arbeitsmärkten und die wachsende Zuversicht gestützt. Dagegen ist der Ausblick der Schwellenländer nach wie vor mit mehr Unsicherheit behaftet, da das Wachstum in China nachlässt und in den rohstoffexportierenden Ländern eine Anpassung an die gesunkenen Rohstoffpreise stattfindet.

Von Anfang März bis Anfang Juni stabilisierte sich die Lage an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet und weltweit. Eine unerwartet günstige Entwicklung der Weltwirtschaft, die weitere Erholung der Ölpreise und zusätzliche geldpolitische Impulse im Euroraum wirkten sich förderlich auf die Bewertung risikobehafteter Anlagen aus. Infolgedessen stiegen die Aktienkurse im Eurogebiet im Berichtszeitraum leicht an, während die Ankündigung der Ankäufe von Wertpapieren des Unternehmenssektors durch das Eurosystem den Rückgang der Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften deutlich verstärkte. Analog zur Entwicklung der langfristigen Renditen weltweit gaben die Renditen

langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet etwas nach. An den Devisenmärkten wertete der Euro geringfügig auf.

Die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet setzt sich fort. Im ersten Quartal 2016 legte das reale BIP im Euroraum kräftig zu. Das Wachstum wird weiterhin durch die Binnennachfrage gestützt, während sich eine schwache Exportentwicklung dämpfend auswirkt. Aktuelle Daten deuten auf ein anhaltendes Wachstum im zweiten Jahresviertel hin, das jedoch möglicherweise schwächer ausfallen könnte als im ersten Quartal.

Mit Blick auf die Zukunft geht der EZB-Rat davon aus, dass sich die wirtschaftliche Erholung in moderatem, aber stetigem Tempo fortsetzt. Die Binnennachfrage wird nach wie vor durch die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen auf die Realwirtschaft unterstützt. Günstige Finanzierungsbedingungen und eine verbesserte Ertragslage der Unternehmen befördern weiterhin die Investitionstätigkeit. Darüber hinaus werden das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben durch den anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der unter anderem von vergangenen Strukturreformen profitiert, und durch den noch immer relativ niedrigen Ölpreis weiterhin zusätzlich gestützt. Ferner ist im Euroraum ein leicht expansiver finanzpolitischer Kurs zu beobachten. Gebremst wird die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet hingegen nach wie vor durch die verhaltenen Wachstumsaussichten in aufstrebenden Volkswirtschaften, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 zufolge wird das jährliche reale BIP 2016 um 1,6 % und in den beiden Folgejahren jeweils um 1,7 % steigen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2016 nach oben korrigiert, während er für 2017 und 2018 weitgehend unverändert blieb. Nach Einschätzung des EZB-Rats überwiegen in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin die Abwärtsrisiken, allerdings hat sich die Risikobilanz aufgrund der bereits eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen und der noch ausstehenden Impulse inzwischen verbessert. Abwärtsrisiken bestehen nach wie vor im Zusammenhang mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung, dem im Vereinigten Königreich bevorstehenden Referendum über die EU-Mitgliedschaft und anderen geopolitischen Risiken.

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belief sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Mai 2016 auf -0,1 %. Verantwortlich für diese geringe Inflationsrate sind vorangegangene Rückgänge der Energiepreise. Auf Grundlage der aktuellen Terminpreise für Öl dürften die Teuerungsraten in den nächsten Monaten weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau oder im negativen Bereich liegen, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte 2016 anziehen, was größtenteils auf Basiseffekte im Zusammenhang mit der Jahresänderungsrate der Energiepreise zurückzuführen ist. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturerholung dürften sie in den Jahren 2017 und 2018 weiter steigen.

Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2016 auf 0,2 %, 2017 auf 1,3 % und 2018 auf 1,6 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation im Jahr 2016 etwas nach oben korrigiert, was den jüngsten Ölpreissteigerungen zuzuschreiben ist, während er für 2017 und 2018 unverändert blieb.

Die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen haben die Kreditströme im gesamten Euroraum eindeutig verbessert. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge schwächte sich im April zwar leicht ab, blieb aber robust, während sich die allmähliche Erholung des Kreditwachstums fortsetzte. Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge waren erneut binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung. Die niedrigen Zinsen sowie die Auswirkungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB stützen nach wie vor die Geldmengen- und Kreditentwicklung. Die Banken geben ihre günstigen Refinanzierungsbedingungen in Form von niedrigeren Kreditzinsen weiter, und die Erholung des Kreditwachstums wird noch immer durch die günstigeren Kreditvergabebedingungen gefördert. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahmen Schätzungen zufolge im ersten Quartal 2016 insgesamt etwas zu. Alles in allem haben die seit Juni 2014 eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte erheblich verbessert, und das umfassende Paket neuer geldpolitischer Maßnahmen, das im März dieses Jahres verabschiedet wurde, trägt zur aktuellen Beschleunigung des Kreditwachstums und damit zur Erholung der Realwirtschaft bei.

Geldpolitische Beschlüsse

Nach Einschätzung des EZB-Rats bestätigte die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse die Notwendigkeit, einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, um eine möglichst baldige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Der EZB-Rat beschloss, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und ging weiterhin davon aus, dass diese für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten durch das Eurosystem hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten im Umfang von 80 Mrd € bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange erfolgen sollen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Das Eurosystem begann am 8. Juni mit dem Erwerb von Papieren im Rahmen des CSPP und wird am 22. Juni das erste Geschäft aus der Reihe der GLRG II durchführen.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Das Ende 2015 verzeichnete verhaltene Weltwirtschaftswachstum setzte sich auch im ersten Quartal 2016 fort. Mit Blick auf die nähere Zukunft ist zu erwarten, dass die globale Konjunktur weiterhin in moderatem Tempo anziehen wird. Die Aussichten für die Industrieländer werden durch die niedrigen Zinsen, die Aufhellung an den Arbeitsmärkten und die wachsende Zuversicht gestützt. Dagegen ist der Ausblick der Schwellenländer nach wie vor mit mehr Unsicherheit behaftet, da das Wachstum in China nachlässt und in den rohstoffexportierenden Ländern eine Anpassung an die gesunkenen Rohstoffpreise stattfindet.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Die Weltwirtschaft wächst nach wie vor in moderatem Tempo. Die Konjunkturindikatoren haben sich stabilisiert und lassen auf globaler Ebene eine anhaltend beständige Wirtschaftsentwicklung erkennen. Die Stimmung an den Finanzmärkten hat sich unterdessen aufgehellt. Gleichwohl werden die Aussichten weiterhin durch Unsicherheit getrübt, da die Länder die Auswirkungen verschiedener Entwicklungen, die derzeit das internationale Umfeld bestimmen, bewältigen müssen. Hierzu gehören die niedrigen Rohstoffpreise, welche einen negativen Effekt auf die rohstoffexportierenden Länder ausüben, die (vor allem in den Schwellenländern) restriktiveren Finanzierungsbedingungen, welche zum Teil mit der Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zusammenhängen, die allmähliche Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft und geopolitische Risiken, darunter auch das bevorstehende Referendum im Vereinigten Königreich.

Die Rohstoffpreise haben sich in den vergangenen drei Monaten erholt. Nach Erreichen eines Zwölfjahrestiefs im Januar 2016 zogen die Notierungen für Brent-Rohöl wieder an. Auch die Preise für Rohstoffe ohne Öl stiegen im gleichen Zeitraum erneut an. Die jüngste Erhöhung der Ölpreise ist einer Kombination aus rückläufigem Angebot und verstärkter Nachfrage zuzuschreiben. Das globale Ölangebot blieb im März und April nahezu unverändert, da die OPEC ihre Förderung zwar steigerte, die Nicht-OPEC-Länder, allen voran die Vereinigten Staaten, ihre Produktion jedoch drosselten. Unterdessen hob die Internationale Energieagentur ihre Wachstumsprognose für die weltweite Ölnachfrage im ersten Quartal 2016 an, beließ die Schätzung für das Gesamtjahr aber unverändert. In längerfristiger Betrachtung liegen die Ölnotierungen allerdings nach wie vor deutlich unter ihren 2014 erreichten Höchstständen. In Kasten 1 wird erläutert, dass die erwarteten globalen Konjunkturimpulse infolge des starken Ölpreisverfalls geringer ausgefallen sind als ursprünglich angenommen. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass sich die Gründe für den Ölpreisrückgang im Zeitverlauf geändert haben. Während im Jahr 2014 noch die starke Ausweitung des Ölangebots eine entscheidende Rolle spielte, scheint anschließend die schwächere globale Nachfrage ein wesentlicher Faktor gewesen zu sein.

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nach wie vor äußerst akkommodierend. Nachdem sich die Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt im Verlauf des Monats Januar abgeflacht hatte, weist sie nun wieder eine Aufwärtstendenz auf. Da davon auszugehen ist, dass die Zinssätze in anderen wichtigen Volkswirtschaften für längere Zeit niedrig bleiben, ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Geldpolitik der Industrieländer stärker voneinander abweichen wird.

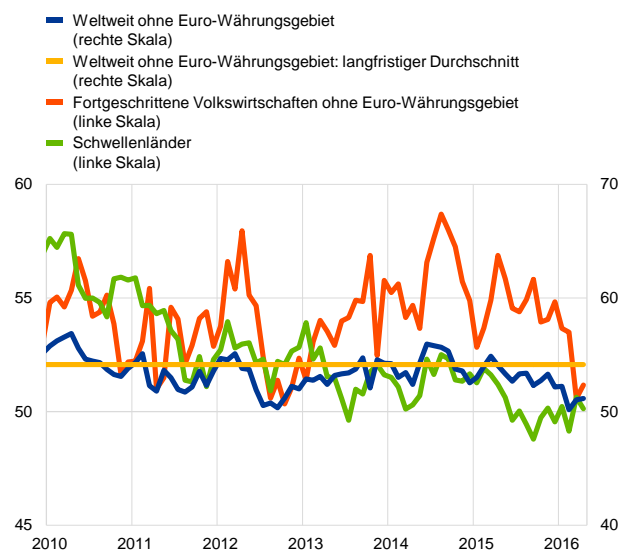
Das verhaltene Weltwirtschaftswachstum gegen Ende des vergangenen Jahres setzte sich auch Anfang 2016 fort. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gab das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2016 nach, während es sich in Japan etwas erholte. In anderen europäischen Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets schwächte sich die Konjunktur im Schnitt ebenfalls ab. Die Daten für die Schwellenländer stellen sich uneinheitlicher dar. So stehen die gesamtwirtschaftlichen Daten in China weiterhin mit einer allmählichen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit im Einklang; zugleich gingen im ersten Quartal positive Impulse von einer Erholung des Immobiliensektors und stabilen Infrastrukturausgaben aus. Russland befindet sich zwar nach wie vor in einer tiefen Rezession, doch scheint die Talsohle durchschritten zu sein, da das Land von den gestiegenen Ölpreisen profitiert. In Brasilien hingegen hält der kräftige Abschwung vor dem Hintergrund hoher politischer Unsicherheit an.

Während sich die Umfrageindikatoren zur globalen Konjunktorentwicklung stabilisiert haben, verlor der Welthandel erheblich an Schwung. Nachdem der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) im Februar seinen niedrigsten Stand seit mehr als vier Jahren erreicht hatte, legte er im April wieder leicht zu (siehe Abbildung 1). Die Frühindikatoren der OECD weisen allerdings auch auf eine Wachstumsverlangsamung in den Industrie- und den Schwellenländern hin. Das Wachstum des internationalen Handels kehrte sich zu Beginn des laufenden Jahres wieder ins Minus. So sanken die weltweiten Wareneinfuhren dem Volumen nach im ersten Quartal 2016 um 1,8 %. Die Schätzungen des Handelsvolumens für Januar und Februar wurden stark nach unten korrigiert (siehe Abbildung 2). Während die Industrieländer weiterhin positive Importzuwächse verzeichneten, war der Handel in den aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, sehr schwach ausgeprägt. Dem im ersten Jahresviertel 2016 verbuchten negativen Ergebnis waren zwei Quartale in Folge mit relativ kräftigem Importwachstum vorausgegangen. Basiseffekte im Zusammenhang mit einem besonders schwachen Wert im Januar könnten auf eine Belebung in den kommenden Monaten hindeuten. Doch lassen Umfragen – so auch der im April rückläufige globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft – weiterhin auf trübe Perspektiven für den Welthandel schließen.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex)

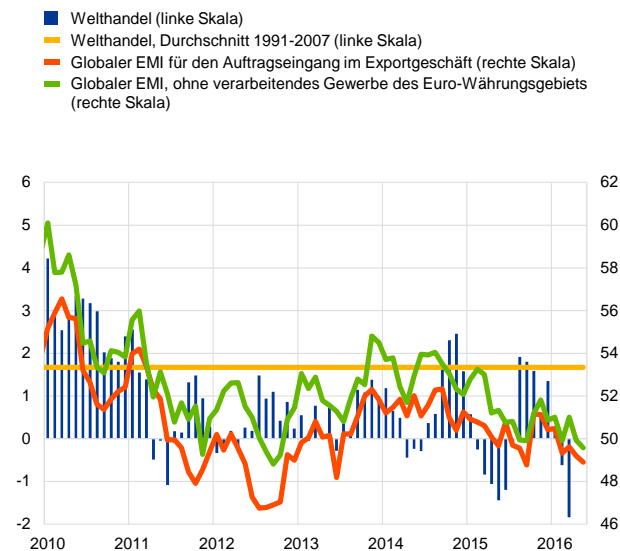


Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2016.

Abbildung 2

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 April 2016 und für den Welthandel auf März 2016.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die globale Wirtschaftstätigkeit weiter moderat zunehmen; Unterstützung dürfte dabei von den immer noch soliden Wachstumsaussichten der meisten Industrieländer und einem allmählichen Nachlassen der tiefen Rezession in einigen großen Schwellenländern ausgehen. Die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sollten durch die anhaltend niedrigen Zinsen, die Aufhellung an den Arbeitsmärkten und das wachsende Vertrauen begünstigt werden. Dagegen ist der Ausblick der Schwellenländer weiterhin mit mehr Unsicherheit behaftet. Diesbezüglich ist zu erwarten, dass die sukzessive Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in China die Konjunktur in anderen Schwellenländern (insbesondere Asiens) belastet. Allerdings dürfte die allmähliche Erholung in Russland und Brasilien nach der tiefen Rezession dem Weltwirtschaftswachstum zugutekommen.

Bei näherer Betrachtung einzelner Länder zeigt sich, dass die Konjunktur in den Vereinigten Staaten anziehen dürfte, nachdem sie sich im ersten Quartal dieses Jahres noch abgeschwächt hat. Die binnenwirtschaftlichen Fundamentaldaten sind nach wie vor positiv, was sich in einem kräftigen Beschäftigungswachstum, steigenden Nominallohnen und einer Zunahme des real verfügbaren Einkommens äußert. Haupttriebfeder der Wachstumsaussichten in den USA dürfte dabei die Inlandsnachfrage bleiben. Gestützt durch höhere Konsumausgaben und das Ende der Anpassungen im Energiesektor sollte die Konjunktur allmählich Fahrt aufnehmen. Andererseits dürften vom Außenbeitrag angesichts der zuvor erfolgten Aufwertung des US-Dollar und der geringen Zunahme der Auslandsnachfrage erneut negative Wachstumsimpulse ausgehen. Unterdessen sind die Zinsen gestiegen, wenngleich die Kreditspreads leicht zurückgingen.

Im Vereinigten Königreich setzt sich die kontinuierliche wirtschaftliche

Belebung fort. Es wird mit einer moderaten konjunkturellen Erholung gerechnet, wofür in erster Linie die Konsumausgaben verantwortlich sein dürften, da die niedrigen Energiepreise nach wie vor für einen Anstieg des real verfügbaren Einkommens sorgen. Die Investitionstätigkeit wächst zwar nicht mehr so stark wie in den Vorjahren, doch nimmt sie, begünstigt durch die Lockerung der Kreditkonditionen, weiter zu. Die Wirtschaft könnte jedoch durch die Unsicherheit hinsichtlich des Referendums über die EU-Mitgliedschaft in Mitleidenschaft gezogen werden.

Der Wirtschaftsausblick Japans ist weiterhin verhalten. Nachdem die Wirtschaftstätigkeit im Schlussquartal 2015 zurückgegangen war, zog das BIP im ersten Jahresviertel 2016 wieder an. Im weiteren Verlauf sollten die akkommodierende Geldpolitik und die einkommenswirksamen Effekte der gesunkenen Ölpreise der Konjunktur zugutekommen. Auch der allmähliche Anstieg der Reallöhne, in dem die zunehmende Anspannung am Arbeitsmarkt zum Ausdruck kommt, dürfte sich positiv auf die Ausgaben der privaten Haushalte auswirken. Die Ausfuhren werden den Erwartungen zufolge von der sukzessive stärker werdenden Auslandsnachfrage profitieren; diese Entwicklung wird jedoch durch die jüngste Aufwertung des Yen gedämpft. Zudem wird die Haushaltskonsolidierung die Nachfrage belasten.

In den mittel- und osteuropäischen Staaten dürfte sich die Realwirtschaft weiterhin stabil – wenn auch von Land zu Land uneinheitlich – entwickeln.

Gestützt wird die Konjunktur in dieser Region nach wie vor hauptsächlich durch den dynamischen privaten Konsum, der das Ergebnis des höheren real verfügbaren Einkommens im gegenwärtigen Umfeld niedriger Inflationsraten ist, sowie durch kräftig steigende Investitionen, die durch Mittelzuweisungen aus den Strukturfonds der Europäischen Union begünstigt werden.

Das Wirtschaftswachstum in China dürfte sich auf mittlere Sicht abschwächen.

Positive Konjunkturimpulse gehen weiterhin von den niedrigen Ölpreisen, den robusten Konsumausgaben und der deutlichen Aufhellung am Wohnimmobilienmarkt aus. Eine stabilere Entwicklung an den Finanzmärkten und der (effektive) Wechselkurs des Renminbi trugen dazu bei, die vor allem zu Jahresbeginn hohe Ungewissheit etwas zu mindern. Auf kurze Sicht sollten die geldpolitische Akkommodierung und fiskalpolitische Impulse die Konjunktur in gewissem Umfang stützen. Mittelfristig wird aber erwartet, dass das Expansionstempo durch einen verstärkten Abbau der Überkapazitäten in einigen Zweigen der Schwerindustrie und den Umgang mit den dadurch bedingten notleidenden Krediten abnimmt.

Die rohstoffexportierenden Länder müssen sich weiterhin an den nachhaltigen Rückgang der Rohstoffpreise anpassen.

In Russland, das sich noch immer tief in der Rezession befindet, sind die Finanzierungskosten nach wie vor hoch, obwohl sich die Finanzierungsbedingungen im Laufe des vergangenen Jahres verbessert haben. Die Unsicherheit ist groß, das Unternehmerv Vertrauen schwach, und die geringeren Öleinahmen sorgen weiterhin für ein niedriges Niveau der Staatsausgaben. Mit Blick auf die Zukunft dürften erst im zweiten Halbjahr 2016 wieder leicht positive Zuwachsraten zu verzeichnen sein, während das

Wirtschaftswachstum 2017 in etwa dem Potenzialwachstum entsprechen sollte. In Brasilien gehen von der politischen Unsicherheit, der Verschlechterung der Terms of Trade, der Straffung der Geldpolitik und den restriktiveren Finanzierungsbedingungen erhebliche konjunkturelle Belastungen aus. Im weiteren Verlauf dürfte sich die Wirtschaft von der tiefen Rezession etwas erholen, da sich die Rohstoffpreise stabilisieren und die Investitionen in den Rohstoffsektoren nicht mehr so stark in Mitleidenschaft gezogen werden.

Die globalen Wachstumsaussichten stehen insgesamt weiterhin im Zeichen einer zögerlichen und uneinheitlichen Erholung. Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2016 wird sich das jährliche Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,1 % im laufenden auf 3,7 % im kommenden Jahr und 3,8 % im Jahr 2018 beschleunigen. Zudem wird damit gerechnet, dass sich die Auslandsnachfrage des Euroraums – ausgehend von einer Änderungsrate von 2,0 % im Jahr 2016 – auf 3,5 % im Jahr 2017 und 4,0 % im Jahr 2018 erhöht. Das im Basisszenario unterstellte moderate Anziehen von Konjunktur und Handel ist dem robusten Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der stetigen Abschwächung der tiefen Rezession in großen Schwellenländern (Russland und Brasilien) im Projektionszeitraum zuzuschreiben, wodurch die allmähliche Wachstumsverlangsamung in China aufgewogen wird. Gegenüber den Projektionen vom März wurden die Aussichten für das globale Wachstum leicht nach unten korrigiert. Die Revisionen der Auslandsnachfrage des Euroraums entsprechen weitgehend denen des Weltwirtschaftswachstums.

Die Aussichten für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, was insbesondere auf die Schwellenländer zutrifft. Zu den größten Abwärtsrisiken gehört die Möglichkeit einer stärkeren konjunkturellen Eintrübung in den Schwellenländern einschließlich Chinas. Die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und die gestiegene politische Unsicherheit könnten die bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichte vergrößern. Dies wiederum könnte das Vertrauen schwächen und das Wachstum stärker belasten als angenommen. Darüber hinaus erhöht die politische Unsicherheit im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Neuausrichtung in China möglicherweise die Volatilität an den internationalen Finanzmärkten. Geopolitische Risiken – darunter auch das bevorstehende Referendum im Vereinigten Königreich – tragen ebenfalls weiterhin zur Eintrübung des Wachstumsausblicks bei. Schließlich könnten die hartnäckig niedrigen Ölpreise die fiskalischen oder finanziellen Ungleichgewichte in einigen ölexportierenden Ländern noch verschärfen.

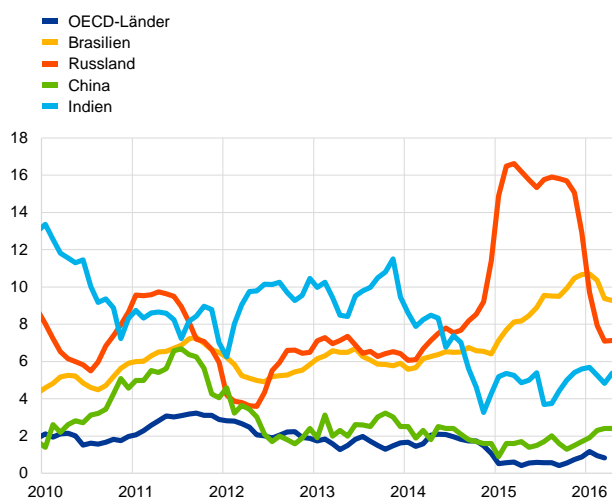
Internationale Preisentwicklung

Die Auswirkungen der in der Vergangenheit verzeichneten Ölpreisrückgänge belasten weiterhin die Gesamtinflation weltweit. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern verlangsamte sich von 1,0 % im Februar auf 0,8 % im März, da sich der dämpfende Effekt der sinkenden Energiepreise verstärkte (siehe Abbildung 3). Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet liegt die

jährliche Inflationsrate im OECD-Raum seit Dezember 2015 unverändert bei 1,9 %. Mit Blick auf die großen Schwellenländer hält sich die Teuerung in Brasilien auf einem hohen Niveau, während sie in Russland zurückging, da der Einfluss der vorangegangenen Abwertung des Rubel abnahm. In China hat sich die Inflation infolge eines vorübergehenden Anstiegs der Nahrungsmittelpreise leicht erhöht.

Abbildung 3
Anstieg der Verbraucherpreise

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Quellen und OECD.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zu den einzelnen Ländern beziehen sich auf April 2016, die Angaben für die OECD-Länder auf März 2016.

Die Inflation weltweit dürfte auf kurze Sicht gedämpft bleiben und ab der zweiten Jahreshälfte 2016 langsam ansteigen.

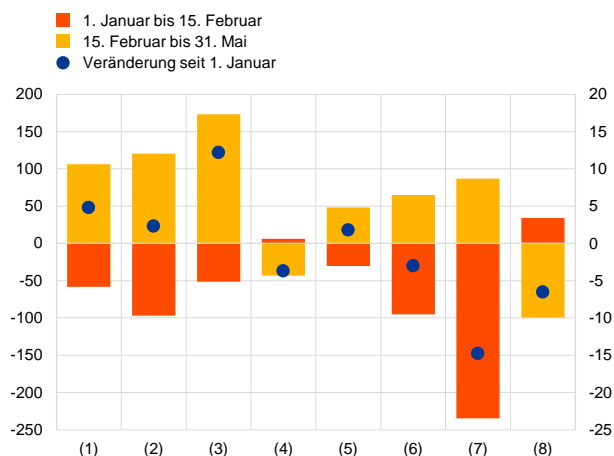
Die zu Jahresbeginn gesunkenen Preise für Öl und sonstige Rohstoffe sollten kurzfristig für weiter abnehmende Teuerungsraten sorgen, wenngleich die Notierungen zuletzt wieder angezogen haben. Was die Zukunft betrifft, so impliziert der steigende Verlauf der Öl-Terminkontraktkurve im Projektionszeitraum einen Anstieg der Ölpreise. Zugleich ist davon auszugehen, dass die auf globaler Ebene bestehenden beträchtlichen Kapazitätsreserven mittelfristig Abwärtsdruck auf die zugrunde liegende Inflation ausüben werden.

2 Finanzielle Entwicklungen

Verglichen mit der Lage zu Jahresbeginn 2016 stellten sich zwischen Anfang März und Anfang Juni wieder stabilere Bedingungen an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet wie auch weltweit ein. Eine die Erwartungen übertreffende globale Wirtschaftsentwicklung, die weitere Erholung der Ölpreise und zusätzliche geldpolitische Impulse im Euroraum wirkten sich förderlich auf die Marktbewertung risikobehafteter Vermögenswerte aus. Die Aktienkurse stiegen im Euroraum im Berichtszeitraum (9. März bis 1. Juni 2016) leicht an, während die Ankündigung des Ankaufs von Unternehmensanleihen durch das Eurosystem den Rückgang der Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften noch einmal deutlich verstärkte. Analog zur Entwicklung der langfristigen Renditen weltweit gaben die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet etwas nach. An den Devisenmärkten gewann der Euro leicht hinzu.

Abbildung 4
Finanzmarktentwicklung

(linke Skala: Veränderung in Basispunkten bei Säule 4, 6, 7 und 8; rechte Skala: Veränderung in % bei Säule 1, 2, 3 und 5)



Quellen: Standard & Poor's, Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch.
Anmerkung: (1) S&P 500; (2) FTSE All-World Index ohne Vereinigte Staaten; (3) Preis für Rohöl der Sorte Brent in US-Dollar; (4) Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen; (5) mit dem BIP zu Kaufkraftparitäten gewichteter Durchschnitt der prozentualen Wechselkursveränderungen von Schwellenlandwährungen gegenüber dem US-Dollar; (6) Spread von Staatsanleihen in Basispunkten gemäß JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI); (7) Rendite hochverzinslicher US-Unternehmensanleihen; (8) CBOE Volatility Index (VIX).

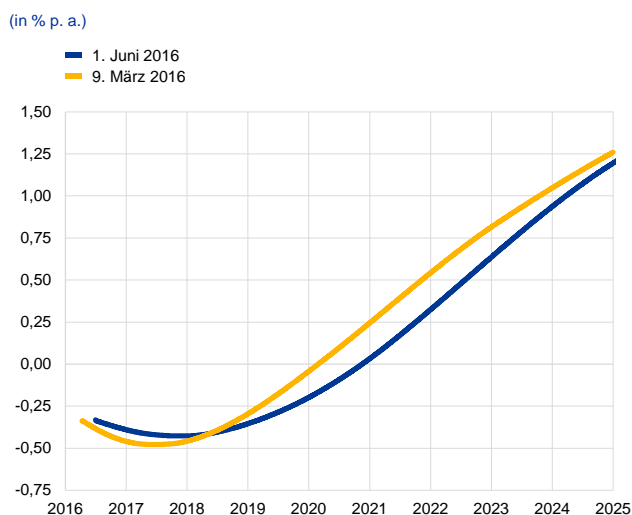
Anders als zu Jahresbeginn 2016 war die Lage an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet sowie weltweit von Anfang März bis Anfang Juni recht ruhig, nachdem sich die weltwirtschaftliche Entwicklung gebessert und der Ölpreis weiter angezogen hatte. Diese positiven Entwicklungen führten einen Trend fort, der Mitte Februar vor dem Hintergrund günstiger Wirtschaftsmeldungen in den Vereinigten Staaten, einer Erholung des Ölpreises sowie der Erwartung weiterer geldpolitischer Stimulierungsmaßnahmen im Euroraum eingesetzt hatte. Die damit verbundene Stimmungsaufhellung an den weltweiten Finanzmärkten und der Rückgang der Finanzmarktvolatilität hielten nach der Bekanntgabe weiterer geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen durch den EZB-Rat auf seiner Sitzung im März an. All dies trug dazu bei, die seit Jahresbeginn an den Aktienmärkten der meisten Industrieländer erlittenen Kurseinbußen wieder wettzumachen, während sich die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen verringerten. In den Schwellenländern gingen die Spreads von Staatsanleihen zurück, wobei beim

Großteil dieser Länder eine Verbesserung der externen Finanzierungsbedingungen festzustellen war (siehe Abbildung 4).

Nach dem am 10. März gefassten Beschluss des EZB-Rats, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,40 % zu senken, gab der EONIA (Euro Overnight Index Average) im Berichtszeitraum nach. Er ging vom 9. März bis zum 1. Juni um 9,7 Basispunkte zurück, worin sich die vollständige Transmission der Senkung des Einlagesatzes manifestierte. Seit dem Inkrafttreten des Zinsbeschlusses zu Beginn der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres bewertete sich der EONIA – mit Ausnahme eines vorübergehenden Anstiegs auf -30 Basispunkte am Ende des ersten Quartals – in einer Bandbreite

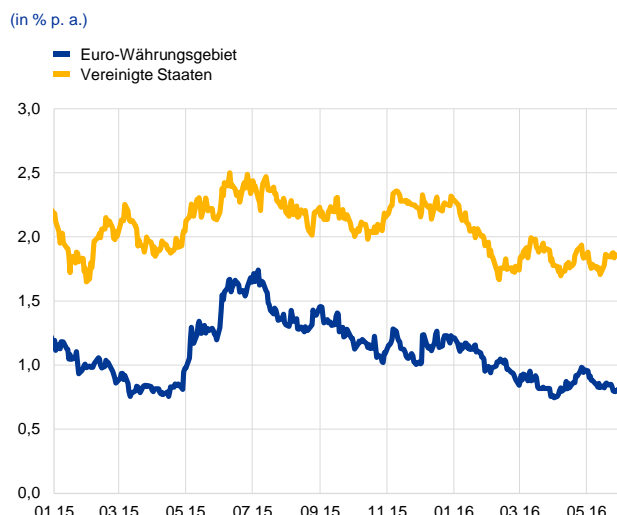
von -32 bis -36 Basispunkten. Im Zusammenhang mit den Ankäufen des Euro-systems im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten stieg die Überschussliquidität um 144 Mrd € auf rund 845 Mrd € (siehe auch Kasten 2).

Abbildung 5
EONIA-Terminzinskurve



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 6
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten



Quelle: Thomson Reuters.

Anmerkung: Bei den Angaben für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um den BIP-gewichteten Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Bei den Angaben für die Vereinigten Staaten handelt es sich um die Rendite zehnjähriger US-Treasuries. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2016.

Angesichts der insgesamt geringen Volatilität veränderte sich auch die Terminzinskurve des EONIA kaum und flachte sich lediglich im mittleren Laufzeitsegment etwas ab.

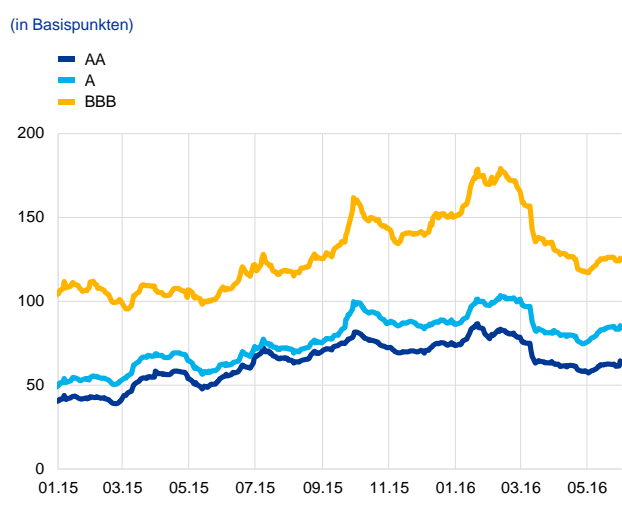
Am kurzen Ende verschob sie sich während des Berichtszeitraums marginal nach oben, was weitgehend darauf zurückzuführen war, dass sich die kurzfristigen Terminzinsen an den Finanzmärkten im Euroraum am Tag der EZB-Ratssitzung im März nach oben verlagerten. Im mittleren Segment bewegte sich die Kurve leicht nach unten – ein Hinweis darauf, dass die Marktteilnehmer davon ausgingen, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit auf einem niedrigen Niveau verharren werden. Die längerfristigen EONIA-Terminzinsen blieben von Anfang März bis Anfang Juni dagegen praktisch unverändert (siehe Abbildung 5).

Analog zur weltweiten Entwicklung der Langfristrenditen gaben die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet im Berichtszeitraum etwas nach.

Im März folgten die Staatsanleiherenditen einem Abwärtspfad, und die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen der Euro-Länder verzeichnete am 1. April 2016 ein Allzeittief von 0,75 %. Die langfristigen Renditen legten anschließend zu, sanken ab Ende April jedoch immer wieder ab. Diese Rückgänge der langfristigen Kassazinsen standen mit der Abwärtsentwicklung der mittelfristigen EONIA-Terminzinsen im Einklang. Am Ende des betrachteten Zeitraums lag die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen 11 Basispunkte unter ihrem Stand

vom 9. März (siehe Abbildung 6). Alles in allem war der Renditerückgang bei Euro-Ländern mit höherem Rating etwas stärker ausgeprägt, doch die griechischen Staatsanleihen erfuhr im Kontext der Verlängerung der Kreditbereitstellung an Griechenland durch die Euro-Gruppe deutliche Renditeabschläge. Wenngleich sich die Langfristrenditen des Euroraums im Allgemeinen in engem Gleichlauf zu ihren globalen Pendanten veränderten, vergrößerte sich der Renditeabstand langfristiger Anleihen zwischen den USA und dem Euroraum, worin sich vor allem die Marktwahrnehmung einer zunehmenden Divergenz zwischen der Geldpolitik der beiden Wirtschaftsräume niederschlug.

Abbildung 7
Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet nach Rating



Quelle: Thomson Reuters.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2016.

Nach der Bekanntgabe des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) durch den EZB-Rat gingen die Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften deutlich zurück. Die Ankündigung des CSPP im März bewirkte eine Verstärkung des Spread-Rückgangs bei Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen, der mit der Stimmungsaufhellung an den Weltmärkten Mitte Februar eingesetzt hatte. In der Folge gingen die Renditeabstände – auch nach Bekanntgabe der Einzelheiten zur Durchführung des CSPP auf der EZB-Ratssitzung Mitte April – allmählich weiter zurück, um sich im Verlauf des Mai wieder geringfügig auszuweiten. Insgesamt waren die Anleihespreads nichtfinanzieller Unternehmen Anfang Juni deutlich niedriger als Anfang März (siehe Abbildung 7). Die Spreads von Bankanleihen entwickelten sich zwar ähnlich, gingen aber nicht so stark zurück.

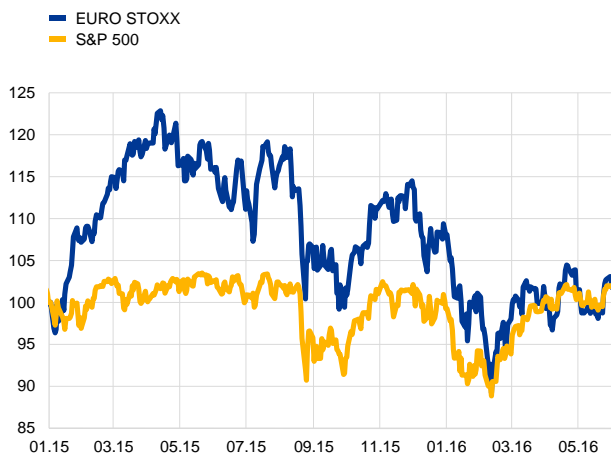
Die Aktien im Euro-Währungsgebiet verbuchten bei geringer Marktvolatilität ein leichtes Kursplus. Der

marktweite Euro-STOXX-Aktienindex gewann vom 9. März bis zum 1. Juni 2016 rund 2 % hinzu. Unterdessen verzeichnete der S&P 500 in den Vereinigten Staaten einen Anstieg von rund 6 % (siehe Abbildung 8). Bankaktien im Eurogebiet verbilligten sich um etwa 2 %. Überdies unterlagen sie heftigeren Kursausschlägen als der Gesamtmarkt, da Bedenken hinsichtlich der Ertragskraft sowie länder- und bankenspezifische Ereignisse die Branche weiterhin belasteten.

Abbildung 8

Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2015 = 100)

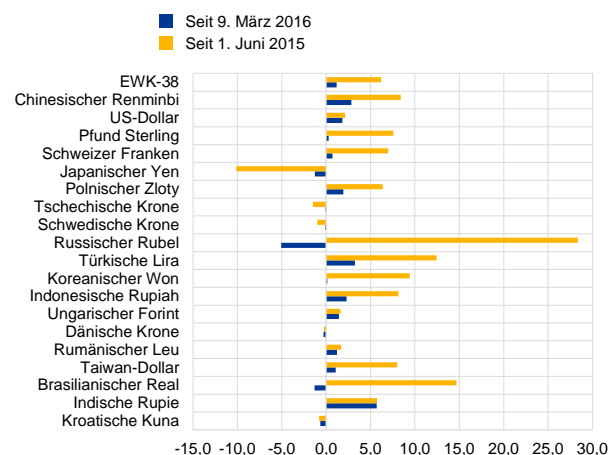


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2016.

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



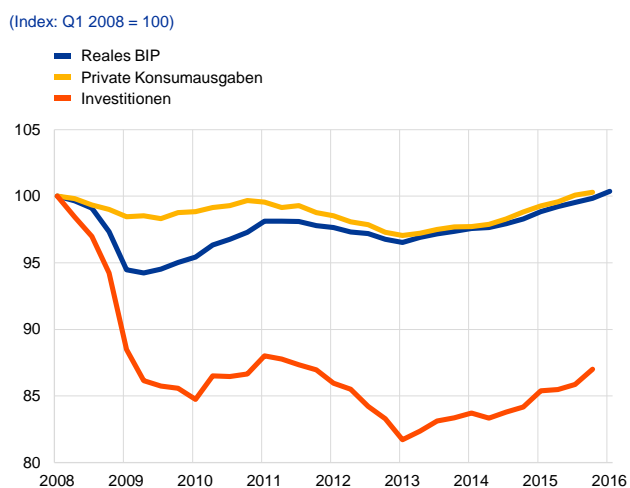
Quelle: EZB.
Anmerkung: Prozentuale Veränderung in Relation zum Kurs am 1. Juni 2016. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

An den Devisenmärkten legte der Euro in effektiver Rechnung leicht zu. Die Gemeinschaftswährung wertete von Anfang März bis Ende April auf, wofür hauptsächlich die sich am Markt herausbildenden Erwartungen in Bezug auf den geldpolitischen Kurs in wichtigen Volkswirtschaften verantwortlich waren. Unterstützt wurde der Euro auch durch die optimistischere Marktstimmung mit Blick auf die Gemeinschaftswährung, nachdem unerwartet günstige Wirtschaftsdaten für den Euroraum gemeldet worden waren. Ab Anfang Mai schwächte er sich in effektiver Rechnung ab und gab vor dem Hintergrund größer werdender Renditeabstände zwischen langfristigen US-Anleihen und Anleihen im Euroraum auch gegenüber dem US-Dollar nach. Unter dem Strich verteuerte sich der Euro vom 9. März bis zum 1. Juni handelsgewichtet um 1,2 % (siehe Abbildung 9). Gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi, dem Schweizer Franken und den Währungen vieler Schwellenländer sowie der meisten mittel- und osteuropäischen Länder wertete er auf. Zum russischen Rubel, zum japanischen Yen und gegenüber den Währungen einiger rohstoffexportierender Staaten verlor die Gemeinschaftswährung an Wert.

3 Konjunkturentwicklung

Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets stieg im ersten Quartal 2016 deutlich an. Getragen wird das Wachstum weiterhin von der Binnennachfrage, wohingegen sich die schwache Exportentwicklung dämpfend auswirkt. Die jüngsten Daten deuten auf ein anhaltendes Wachstum im zweiten Quartal hin, das jedoch möglicherweise geringer ausfallen wird als im ersten Jahresviertel. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte sich die wirtschaftliche Erholung in moderatem, aber stetigem Tempo fortsetzen. Die Binnennachfrage wird nach wie vor durch die Weitergabe der geldpolitischen Maßnahmen der EZB an die Realwirtschaft unterstützt. Günstige Finanzierungsbedingungen und eine Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen fördern weiterhin die Investitionstätigkeit. Darüber hinaus werden das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben durch den anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der auch von vergangenen Strukturreformen profitiert, und den immer noch relativ niedrigen Ölpreis zusätzlich gestützt. Ferner ist im Euroraum ein leicht expansiver finanzpolitischer Kurs zu beobachten. Allerdings wird die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet nach wie vor durch die gedämpften Wachstumsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 zufolge wird das reale BIP des Euroraums im laufenden Jahr um 1,6 % und 2017 sowie 2018 um jeweils 1,7 % steigen.

Abbildung 10
Reales BIP, private Konsumausgaben und Investitionen
im Euro-Währungsgebiet



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016 (reales BIP) bzw. das vierte Quartal 2015 (BIP-Komponenten).

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet hat sich im ersten Quartal 2016 beschleunigt, und das reale BIP übertrifft inzwischen seinen Höchststand von 2008 (siehe Abbildung 10). Der Anstieg des realen BIP fiel in zahlreichen Euro-Ländern höher aus als im Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren offenbar anhaltend positive Beiträge der privaten Konsumausgaben wie auch der Investitionen, wobei Letztere immer noch deutlich unter ihrem vor der Krise verzeichneten Höchststand liegen. Der Außenbeitrag dürfte im ersten Vierteljahr 2016 aufgrund der verhaltenen Entwicklung des Welthandels weiterhin wachstumshemmend gewirkt haben.

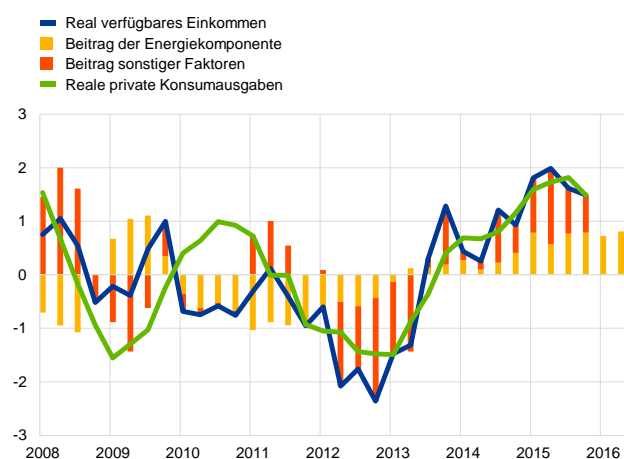
Die privaten Konsumausgaben scheinen sich im ersten Quartal 2016 nach wie vor robust entwickelt zu haben und bleiben die Haupttriebfeder der laufenden Erholung. Trotz eines Rückgangs im März stiegen die Einzelhandelsumsätze sowie die Pkw-Neuzulassungen im ersten Jahresviertel um 1 %

gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie sich im Schlussquartal 2015 vorübergehend abgeschwächt hatten. Grund hierfür waren ein schwächerer Schlussverkauf von Bekleidung und ein geringerer Energieverbrauch infolge des

milden Winterwetters sowie die negativen Auswirkungen der Terroranschläge vom November 2015 in Paris. Längerfristig betrachtet profitiert der private Verbrauch vom steigenden real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, das wiederum in erster Linie eine Folge der zunehmenden Beschäftigung, aber auch der niedrigeren Ölpreise (siehe Abbildung 11) und einer recht stabilen Sparquote ist. Außerdem sind die Zinserträge der privaten Haushalte im Euroraum zwar seit 2008 gesunken, das Nettozinseinkommen ist jedoch weitgehend unverändert geblieben. In Anbetracht der Ressourcenumverteilung von Nettosparern hin zu Nettoschuldnern dürften die Zinserträge den privaten Konsum insgesamt weiterhin stützen (siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Darüber hinaus haben die bilanziellen Restriktionen der privaten Haushalte allmählich nachgelassen, und das Verbrauchervertrauen hat aufgrund der anhaltend rückläufigen Arbeitslosenquote wieder zugenommen.

Abbildung 11
Real verfügbares Einkommen und private Konsumausgaben

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zum real verfügbaren Einkommen und zu den privaten Konsumausgaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015. Der Beitrag der Energiekomponente für das zweite Quartal 2016 basiert auf monatlichen (geschätzten) Daten bis Mai 2016.

Die weitere Aufhellung an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets wirkt sich über das aggregierte Arbeitseinkommen positiv auf den privaten Verbrauch aus.

Im Schlussquartal 2015 erhöhte sich die Beschäftigung erneut, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Damit lag sie 1,2 % über ihrem Stand vor Jahresfrist, was dem stärksten jährlichen Zuwachs seit dem zweiten Vierteljahr 2008 entspricht. Unterdessen hat die seit Mitte 2013 durchweg rückläufige Arbeitslosenquote mit 10,2 % im April den niedrigsten Wert seit August 2011 erreicht. Aktuellere Angaben wie etwa Umfrageergebnisse deuten auf eine anhaltende, moderate Besserung an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets hin. Ungeachtet dieser positiven Entwicklungen weisen jedoch umfassendere Messgrößen der Arbeitslosigkeit – die auch jene Bevölkerungsgruppen im erwerbsfähigen Alter berücksichtigen, die unfreiwillig in Teilzeit arbeiten oder sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben – weiterhin hohe Werte auf. So arbeiten derzeit rund 4 % der Erwerbspersonen aufgrund einer fehlenden

Vollzeittätigkeit unfreiwillig in Teilzeit, und ein ähnlich hoher Anteil ist entmutigt und sucht nicht mehr aktiv nach Arbeit. Demzufolge dürfte der Arbeitsmarkt im Euroraum wesentlich stärker unterausgelastet sein, als dies aus einer isolierten Betrachtung der Arbeitslosenquote hervorgeht.

Nach einem Anstieg der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe und einem insgesamt kräftigen Wachstum der Investitionsgüterproduktion dürften sich die Investitionen weiterhin so robust entwickelt haben wie zum Jahreswechsel.

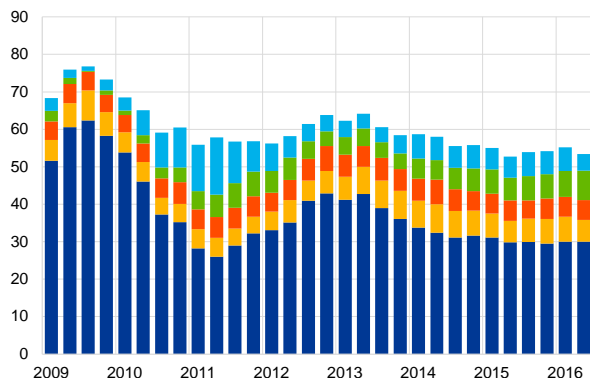
Die Nachfragebedingungen haben sich ebenfalls verbessert, was sich stützend auf die Unternehmensinvestitionen auswirkt. Seit 2013 wird die Nachfrage beispielsweise in der Umfrage der Europäischen Kommission seltener als Produktionshemmnis genannt (siehe Abbildung 12). Die Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen hingegen dürfte von den günstigen

Witterungsbedingungen im ersten Quartal profitiert haben. Aber auch die allgemeine Belebung an den Wohnimmobilienmärkten, die sich aus den vermehrten Anträgen auf Baugenehmigungen und der verstärkten Nachfrage nach Hypotheken ablesen lässt, dürfte dazu beigetragen haben. Mit Blick auf die weitere Entwicklung sollten niedrige Hypothekenzinsen und das höhere verfügbare Einkommen der privaten Haushalte ebenso wie eine gewisse Suche nach Rendite vor dem Hintergrund der geringen Rentabilität alternativer Anlageformen die Nachfrage nach Wohnimmobilien weiterhin stützen. Auch bessere Finanzierungsbedingungen, höhere Gewinne und reichlich vorhandene Liquiditätsreserven der Unternehmen im Euroraum dürften im Verbund mit der allmählich steigenden Binnen- und Auslandsnachfrage die Unternehmensinvestitionen im weiteren Verlauf begünstigen. Gleichwohl könnte die Erholung der Investitionstätigkeit insgesamt durch die bei den Unternehmen in einigen Ländern nach wie vor bestehende Notwendigkeit zum Schuldenabbau, die niedrigeren langfristigen Wachstumserwartungen der Anleger und die verhaltenen Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften gedämpft werden.

Abbildung 12
Produktionshemmnisse

(Anteile in %)

- Unzureichende Nachfrage
- Sonstige Faktoren
- Finanzielle Beschränkungen
- Arbeitskräftemangel
- Raum- und/oder Ausrüstungsmangel

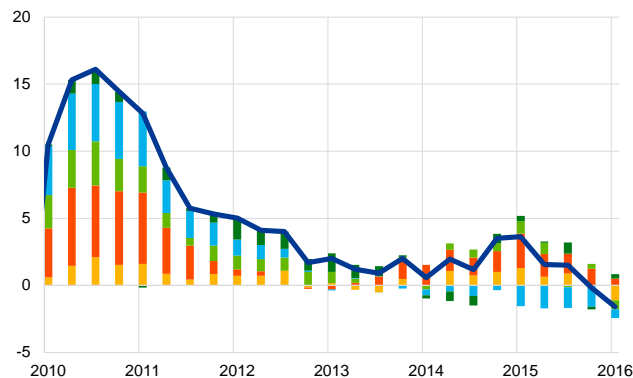


Quelle: Europäische Kommission.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016.

Abbildung 13
Warenexporte des Euro-Währungsgebiets in Drittländer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- Insgesamt
- Vereinigte Staaten
- Europa ohne Euro-Währungsgebiet
- Asien ohne China
- Brasilien, Russland, China und Türkei
- Sonstige



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016 und basieren auf Monatswerten bis Februar 2016 (EU-Länder) bzw. März 2016 (alle anderen Länder).

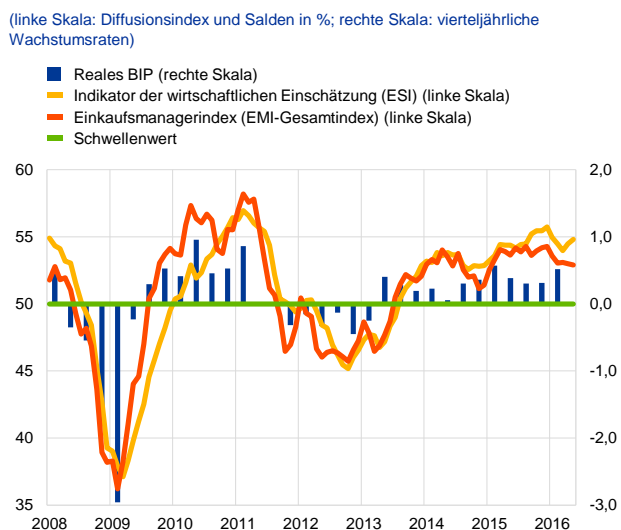
Vor dem Hintergrund einer verhaltenen Entwicklung des Welthandels scheint sich der Abwärtstrend beim Wachstum der Warenausfuhren im ersten Quartal 2016 fortgesetzt zu haben (siehe Abbildung 13). Wichtige Exportmärkte wie die Vereinigten Staaten, aber auch die Schweiz und Japan, trugen negativ zum Exportwachstum bei, und die Zunahme der Ausfuhren in das Vereinigte Königreich fiel geringer aus als im Schlussquartal 2015. Mit Blick auf die großen Schwellenländer zeigt sich, dass das Wachstum der Warenexporte weiterhin durch die schwache Nachfrage aus Brasilien und Russland gebremst wurde und China – nach negativen Beiträgen im letzten Jahr – einen weitgehend neutralen Beitrag leistete.

Angesichts des anhaltend schwachen Welthandels wird sich das Exportwachstum den Erwartungen zufolge auf kurze Sicht nur geringfügig erhöhen.

Sowohl die Aufträge als auch die Stimmung im Exportgeschäft weisen auf eine weiterhin gedämpfte Entwicklung des Außenhandels in nächster Zeit hin, und die jüngsten Veränderungen des effektiven Euro-Wechselkurses sind ebenfalls nicht förderlich. Da sich die vorangegangenen Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit zeitlich verzögert auswirken, dürften die Exportmarktanteile allerdings auf erhöhtem Niveau verbleiben. Was die weitere Zukunft betrifft, so dürfte das Exportwachstum des Eurogebiets im Einklang mit der Auslandsnachfrage allmählich zunehmen.

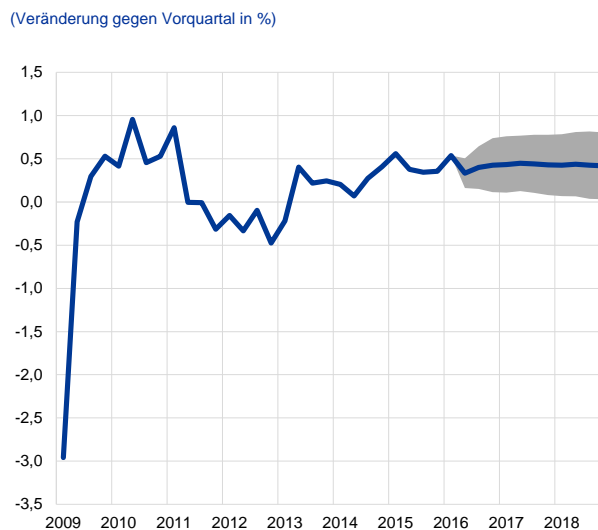
Insgesamt lassen die vorliegenden Konjunkturindikatoren auf ein weiterhin mäßiges Wachstum im zweiten Quartal 2016 schließen. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) stieg im April und Mai, während sich der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie abschwächte (siehe Abbildung 14). Beide Indikatoren liegen nach wie vor über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) verzeichnete indes im Februar und März einen Rückgang, was aufgrund des damit verbundenen statistischen Unterhangs auf gewisse Abwärtsrisiken für das vierteljährliche Produktionswachstum im zweiten Quartal hinweist.

Abbildung 14
Reales BIP, Einkaufsmanagerindex (EMI-Gesamtindex) und Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Markit, Europäische Kommission und Eurostat.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016 (BIP) bzw. Mai 2016 (ESI und EMI). ESI und EMI sind normiert.

Abbildung 15
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets (einschließlich Projektionen)



Quellen: Eurostat und EZB. Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016, veröffentlicht am 2. Juni 2016 auf der Website der EZB.

Gestützt durch die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Realwirtschaft dürfte die konjunkturelle Erholung im Euroraum weiter voranschreiten. Die erneut gestiegene Ertragskraft der Unternehmen sollte die Investitionstätigkeit fördern, während der anhaltende Beschäftigungszuwachs zusammen mit dem noch immer relativ niedrigen Ölpreis die Konsumausgaben begünstigen dürfte. Allerdings wird die wirtschaftliche Belebung weiterhin durch die gedämpften Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften gebremst.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 zufolge wird das jährliche reale BIP 2016 um 1,6 % und in den Jahren 2017 und 2018 um jeweils 1,7 % steigen (siehe Abbildung 15). Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 wurden die Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2016 nach oben korrigiert; für 2017 und 2018 blieb der Ausblick weitgehend unverändert. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken, allerdings sind die Risiken angesichts der bereits durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen und der noch ausstehenden Impulse inzwischen ausgewogener. Abwärtsrisiken bestehen weiterhin im Zusammenhang mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung, dem bevorstehenden Referendum über die EU-Mitgliedschaft im Vereinigten Königreich und anderen geopolitischen Risiken.

4 Preise und Kosten

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belief sich die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet im Mai auf -0,1 %. Verantwortlich für diesen niedrigen Wert sind vorangegangene Energiepreiserückgänge. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften die Teuerungsraten in den nächsten Monaten weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau oder im negativen Bereich liegen, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte 2016 anziehen; zum Großteil ist dies auf Basiseffekte bei der Jahresänderungsrate der Energiepreise zurückzuführen. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturerholung dürften die Inflationsraten 2017 und 2018 weiter steigen. Dieses allgemeine Muster spiegelt sich auch in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 wider. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2016 auf 0,2 %, 2017 auf 1,3 % und 2018 auf 1,6 % belaufen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2016 blieben die Aussichten für die Teuerung nach dem HVPI weitgehend stabil.

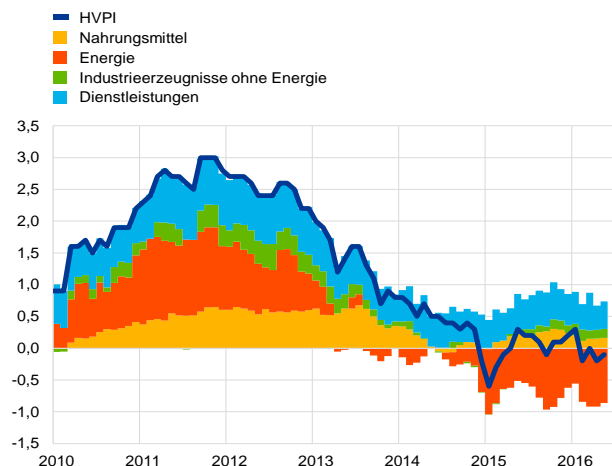
Die Gesamtinflation zog im Mai geringfügig an, blieb jedoch negativ. Laut der Vorausschätzung von Eurostat stieg die jährliche am HVPI gemessene Inflationsrate von -0,2 % im April auf -0,1 % im Mai, was hauptsächlich dem höheren Preisanstieg bei Energie und der leichten Zunahme der Teuerung bei den Dienstleistungen zuzuschreiben war (siehe Abbildung 16). Da sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen von 0,9 % im April auf 1,0 % im Mai beschleunigte, kam es bei der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im selben Zeitraum zu einer Zunahme von 0,7 % auf 0,8 %.

Die Energiepreise haben nach wie vor eine stark dämpfende Wirkung auf die Gesamtinflation. Seit fast eineinhalb Jahren leisten die Energiepreise einen negativen Teuerungsbeitrag, der zwischen -0,5 Prozentpunkten und -1 Prozentpunkt liegt (siehe Abbildung 16). Gegenüber ihrem Tief vom Januar 2016 sind die in US-Dollar gerechneten Ölpreise zwar gestiegen, liegen aber weiterhin deutlich unter den entsprechenden Vorjahrsständen. Somit haben die jüngsten Preissteigerungen nur in geringem Maße dazu beigetragen, den negativen Einfluss der Energiepreise auf die Gesamtinflation einzudämmen, da die am HVPI gemessene Teuerung bei Energie mit -8,1 % auch im Mai wieder sehr niedrig ausfiel. Sobald die vorangegangenen drastischen Ölpreiserückgänge aus der Berechnung der Jahresteuerrate herausfallen, wird der Einfluss der jüngsten Aufwärtsbewegung bei den Ölnotierungen stärker zutage treten. Durch die daraus resultierenden Basiseffekte bzw. den damit einhergehenden Aufwärtsdruck lässt sich ein Großteil des bis Anfang 2017 erwarteten Anstiegs der HVPI-Gesamtinflation erklären (siehe Abbildung 17).

Abbildung 16

Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

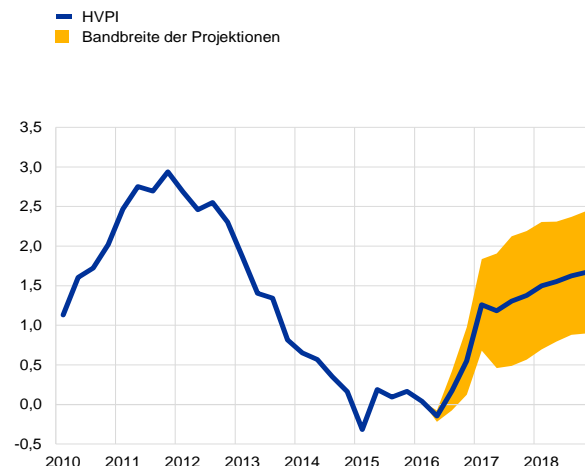


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2016 (Vorausschätzungen).

Abbildung 17

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

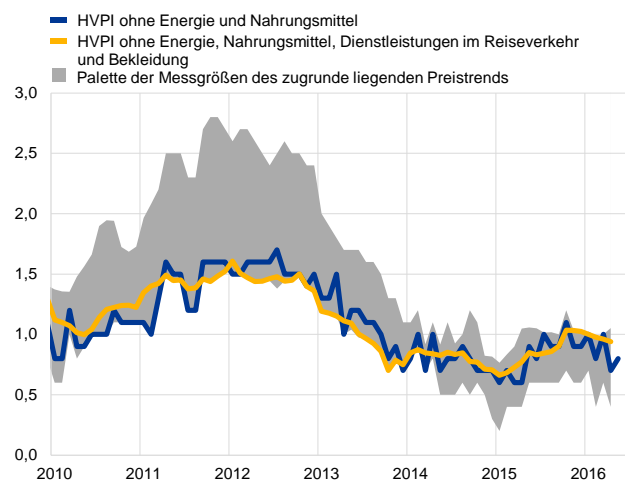


Quellen: Eurostat und der Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016“, veröffentlicht am 2. Juni 2016 auf der Website der EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2018 (Projektionen).

Abbildung 18

Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Die Messgrößen des zugrunde liegenden

Preistrends lassen keine eindeutige Aufwärtstendenz erkennen.

Dies wird durch eine breite Palette alternativer Messgrößen untermauert (siehe Abbildung 18). Nach einem Anstieg in der ersten Jahreshälfte 2015 schwankte die am HVPI gemessene Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel von Juli 2015 bis März 2016 zwischen 0,8 % und 1,1 %. In jüngster Zeit entwickelte sie sich recht volatil; die entsprechende Vorjahrsrate erhöhte sich von 0,8 % im Februar auf 1,0 % im März, sank im April jedoch wieder auf 0,7 %. Ausschlaggebend hierfür war im Wesentlichen die Entwicklung der Teuerungsrate im Dienstleistungsbereich, die sich von 0,9 % im Februar auf 1,4 % im März 2016 erhöhte, im April aber wieder auf 0,9 % fiel. Die aktuelle Volatilität der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel lässt sich somit weitgehend durch einen Kalendereffekt erklären. Die Ostertage fielen im laufenden Jahr in den Monat März und im vergangenen Jahr in den April. Dadurch wies die jährliche Teuerungsrate bei den Dienstleistungen im März 2016 einen Anstieg und im April 2016 einen Rückgang auf, was vor allem den Dienstleistungen im

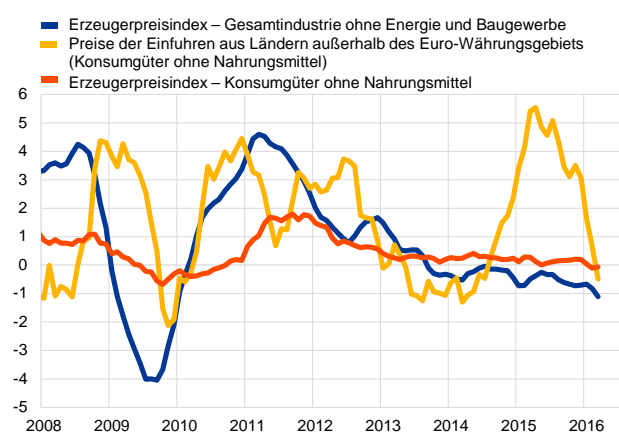
Reiseverkehr wie etwa Pauschalreisen geschuldet war. Zieht man eine HVPI-Messgröße heran, die neben Energie und Nahrungsmitteln auch Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe außer Acht lässt – also Bereiche, die stark durch

Kalendereffekte beeinflusst werden können –, ist der zugrunde liegende Preistrend sehr viel stabiler, weist jedoch keine eindeutigen Anzeichen für eine Aufwärtsdynamik auf.

Die Wachstumsrate der Einfuhrpreise sank in den negativen Bereich, während der Preisdruck auf der Erzeugerebene nach wie vor gedämpft war. Im Jahr 2015 beschleunigte sich der Anstieg der Importpreise für Konsumgüter ohne Energie und Nahrungsmittel deutlich und erreichte im April 2015 mit 5,6 % ein Rekordhoch. Aufgrund der jüngsten effektiven Euro-Aufwertung und auch infolge des durch die niedrigeren Ölpreise bedingten weltweiten Disinflationsdrucks war diese Rate seither rückläufig und kehrte sich mit -0,5 % im März 2016 ins Negative (siehe Abbildung 19). Der Einfluss sinkender Einfuhrpreise tritt bei den Gebrauchsgüterpreisen im HVPI zutage, deren Rate nach einer kräftigen Aufwärtsbewegung nun weiter an Dynamik verliert. Auch die Preissteigerungsraten anderer in Konsumgüter-Teilindizes des HVPI erfasster Positionen mit einem relativ hohen Importanteil (etwa Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer) sind in letzter Zeit gesunken. Allerdings sollte zwischen dem über importierte Konsumgüter wirkenden direkten Einfluss des effektiven Euro-Wechselkurses und dem Wechselkurseffekt insgesamt, der sich entlang der Produktions- und Preiskette niederschlägt, unterschieden werden. Da die volle Wirkung des Gesamteffekts erst nach mehreren Quartalen zum Tragen kommt, macht sich auch die letzte Euro-Abwertung nach wie vor bemerkbar. Die jährliche Steigerungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel hat sich allerdings verhalten entwickelt und mit -0,1 % im März gegenüber dem Vormonat nicht verändert. Die Umfragedaten zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen für den Zeitraum bis Mai 2016 deuten darauf hin, dass der Preisdruck auf der Erzeugerebene moderat blieb.

Abbildung 19
Erzeugerpreise und Einfuhrpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2016.

Der Lohndruck ist weiterhin schwach ausgeprägt.

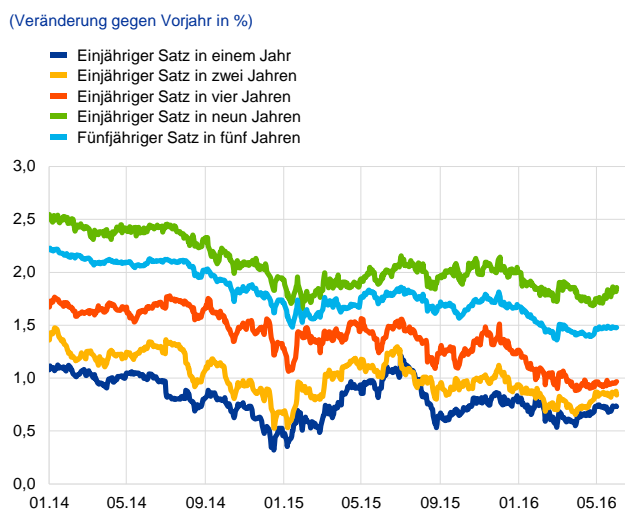
Der Anstieg der Tariflöhne verringerte sich im ersten Jahresviertel 2016 leicht auf 1,4 %, verglichen mit 1,5 % im Schlussquartal 2015 sowie im Jahr 2015 insgesamt. Der Lohnzuwachs wird vermutlich durch eine Reihe von Faktoren gebremst, unter anderem durch die weiterhin hohe Unterauslastung am Arbeitsmarkt, das relativ schwache Produktivitätswachstum im Zusammenhang mit zahlreichen in den Dienstleistungssektoren geschaffenen Arbeitsplätzen mit relativ geringer Produktivität, die niedrige Inflation und die nach wie vor spürbaren Auswirkungen der in vielen Euro-Ländern in den letzten Jahren durchgeführten Arbeitsmarktreformen.¹

¹ Siehe auch EZB, Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

Die marktbasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen haben sich weiter stabilisiert, ihre Werte liegen aber nach wie vor deutlich unter dem für umfragebasierte Messgrößen der Erwartungen gemessenen Stand.

Die fünfjährige Termininflationrate in fünf Jahren ist kürzlich angestiegen und liegt nunmehr leicht über ihrem Allzeittief von Ende Februar (siehe Abbildung 20). Betrachtet man allerdings einen längeren historischen Zeitraum, so befinden sich die marktbasierten Inflationssmessgrößen weiterhin auf niedrigem Niveau. Dies deutet zum Teil darauf hin, dass die Marktteilnehmer ein baldiges Anziehen der Inflation für relativ unwahrscheinlich halten. Zugleich spiegeln sich hierin auch die aktuellen Inflationsrisikoprämien wider, die höchstwahrscheinlich leicht negativ sein dürften; somit scheinen die marktbasierten Teuerungsindikatoren die künftige Inflation tendenziell etwas zu unterzeichnen. Obschon die tatsächlich gemessene Teuerung und die Indikatoren der marktbasierten Inflationserwartungen derzeit auf niedrigem Niveau liegen, preiste der Markt das Deflationsrisiko weiterhin nur in sehr geringem Maße ein. Im Gegensatz zu den marktbasierten 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 weitaus stabiler und robuster gegenüber der Abwärtskorrektur der kürzerfristigen Erwartungen. Aus dem aktuellen SPF ergibt sich eine – gegenüber der vorangegangenen Befragung unveränderte – durchschnittliche Punktprognose für die Inflation in fünf Jahren von 1,8 %; das Abwärtsrisiko, mit dem dieser Mittelwert der erwarteten Inflationsentwicklung behaftet ist, scheint sich etwas abgeschwächt zu haben.

Abbildung 20
Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Juni 2016.

Mit Blick auf die Zukunft wird die HVPI-Inflation für das Eurogebiet den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2016 niedrig sein, in den Jahren 2017 und 2018 jedoch wieder zunehmen.

Auf Grundlage der bis Mitte Mai verfügbaren Daten gehen die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016 davon aus, dass die am HVPI gemessene Teuerung in diesem Jahr 0,2 % betragen und in den Jahren 2017 und 2018 auf 1,3 % bzw. 1,6 % steigen wird (siehe Abbildung 17).² Der Preisaufrieb bei Energie dürfte das Profil der HVPI-Inflation im gesamten Projektionszeitraum wesentlich beeinflussen. Den Projektionen zufolge dürfte von den Energiepreisen 2017 vor allem aufgrund kräftiger aufwärtsgerichteter Basiseffekte wieder ein positiver Teuerungsbeitrag ausgehen. Der zugrunde liegende Preistrend, der beispielsweise an der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessen

wird, dürfte in den kommenden Jahren allmählich anziehen, wenn sich die Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die sinkende wirtschaftliche

² Siehe den Aufsatz „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016“, veröffentlicht am 2. Juni 2016 auf der Website der EZB.

Unterauslastung in höheren Löhnen und Gewinnmargen niederschlagen. Gestützt wird diese Entwicklung durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB und das weiterhin spürbare Durchwirken der effektiven Euro-Abwertung in der Vergangenheit. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016 blieben die Aussichten für die Teuerung nach dem HVPI weitgehend unverändert.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

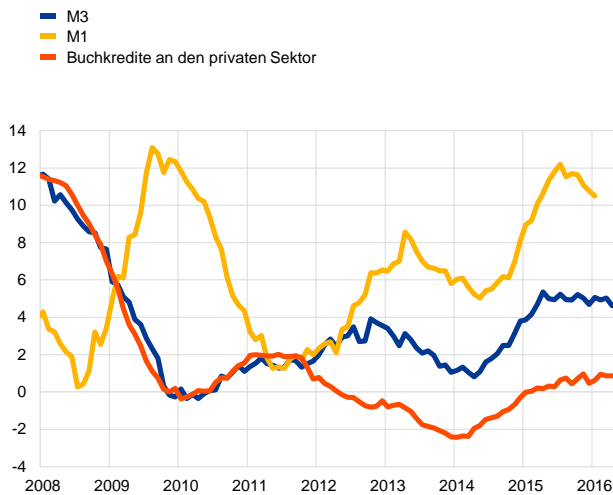
Das Geldmengenwachstum schwächte sich im April zwar leicht ab, blieb aber robust. Indessen setzte sich die allmähliche Erholung des Kreditwachstums fort. Haupttriebfeder der Ausweitung der weit gefassten Geldmenge waren erneut die binnenwirtschaftlichen Quellen der Geldschöpfung. Die niedrigen Zinsen sowie der Effekt der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB stützen weiterhin die Geldmengen- und Kreditentwicklung. Die Banken geben ihre günstigen Refinanzierungsbedingungen in Form von niedrigeren Kreditzinsen weiter, und das sich erholende Kreditwachstum profitiert nach wie vor von den verbesserten Kreditvergabebedingungen. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften dürften sich im ersten Quartal 2016 insgesamt etwas erhöht haben.

Das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats hat sich zwar leicht abgeschwächt, ist aber robust geblieben. Die Jahreswachstumsrate von M3 sank im April 2016 auf 4,6 %, nachdem sie sich seit Mai 2015 auf einem Niveau von rund 5,0 % bewegt hatte (siehe Abbildung 21). Getragen wurde die Dynamik von M3 erneut von deren liquidesten Komponenten. Allerdings scheint sich das M1-Wachstum in letzter Zeit etwas abgeschwächt zu haben, wenngleich die Jahreswachstumsrate trotz des im April 2016 verzeichneten Rückgangs weiter hoch ist. Insgesamt bestätigen die jüngsten Entwicklungen der eng gefassten Geldmenge noch immer, dass die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets auf einem Pfad der allmählichen Erholung verbleibt.

Die täglich fälligen Einlagen, die einen erheblichen Teil der Geldmenge M1 ausmachen, stützten weiterhin das M3-Wachstum (siehe Abbildung 22). Das sehr niedrige Zinsniveau stellt einen Anreiz zur Haltung der liquidesten M3-Komponenten dar. Darin spiegeln sich Mittelzuflüsse im Zusammenhang mit dem im APP-Kontext getätigten Verkauf von Anleihen des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities durch den geldhaltenden Sektor wider. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) hingegen waren im ersten Quartal 2016 sowie im April abermals rückläufig, und auch die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2) – die nur ein geringes Gewicht innerhalb von M3 haben – gab im gleichen Zeitraum weiter nach, wenngleich sich die Erholung der Geldmarktfondsanteile fortsetzte.

Abbildung 21
Geldmenge M3 und M1 sowie Buchkredite an den privaten Sektor

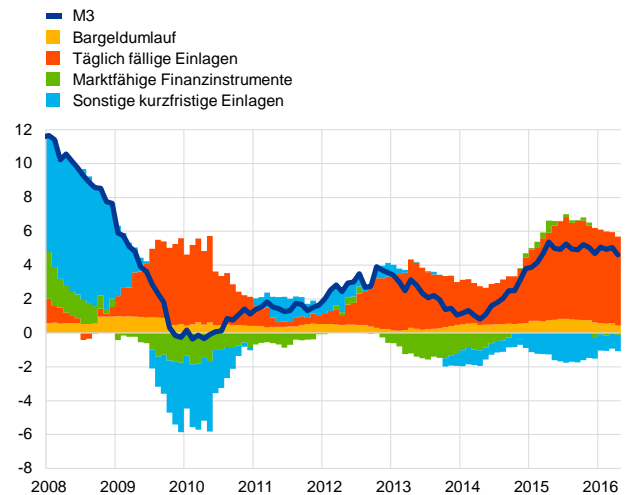
(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



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

Abbildung 22
M3 und Hauptkomponenten von M3

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

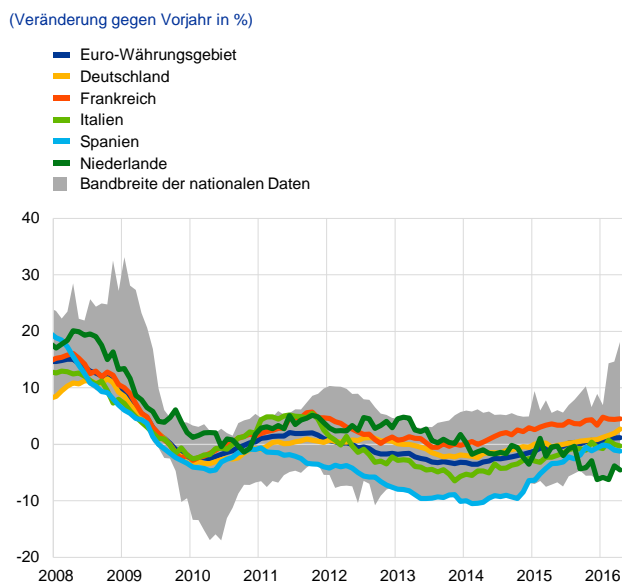


Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2016.

Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung waren erneut die Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge. Diesbezüglich war die Kreditvergabe an öffentliche Haushalte nach wie vor der wichtigste Bestimmungsfaktor der Geldschöpfung, doch auch bei den Ausleihungen an den privaten Sektor zeichnete sich eine allmähliche Erholung ab. In der umfangreichen Kreditgewährung an öffentliche Haushalte schlagen sich die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB nieder, darunter das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP). Ein erheblicher Anteil der im PSPP-Rahmen angekauften Vermögenswerte wurde MFIs (ohne Eurosystem) abgekauft. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) weisen seit Juni 2012 ein negatives jährliches Wachstum auf, wobei die jährliche Kontraktion im April 2016 etwas schwächer ausfiel als im Monat zuvor. Darin spiegelt sich der flache Verlauf der Zinsstrukturkurve wider, der mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB zusammenhängt und bei den Anlegern den Anreiz zur Haltung längerfristiger Bankinstrumente vermindert hat. Die Attraktivität der GLRGs als Alternative zur längerfristigen marktbasierter Bankfinanzierung ist ein weiterer Erklärungsfaktor. Die Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Eurogebiets wirkten sich abermals dämpfend auf das jährliche M3-Wachstum aus, was unter anderem auf Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet und anhaltende Portfolioumschichtungen zugunsten gebietsfremder Instrumente zurückzuführen war; dieser Trend ergab sich aus der Veräußerung von Staatsanleihen der Euro-Länder durch Gebietsfremde im Zusammenhang mit dem PSPP.

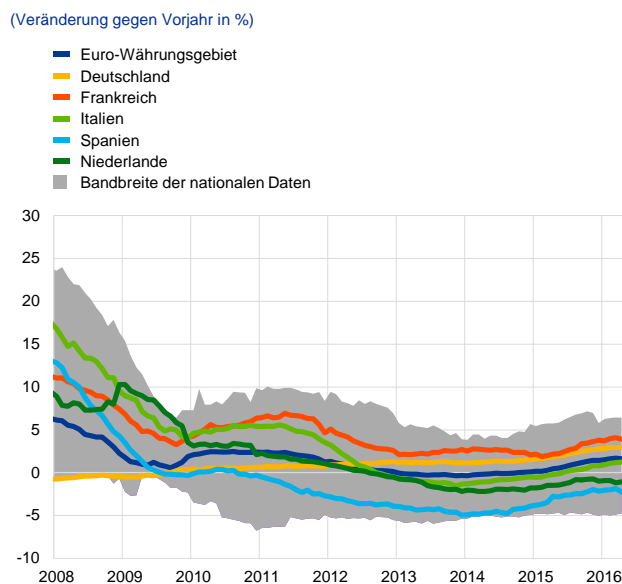
Das Wachstum der Buchkreditvergabe im Euroraum erholte sich zwar allmählich, war aber nach wie vor schwach. Sowohl die Vergabe von Unternehmenskrediten als auch die Ausleihungen an private Haushalte zogen zuletzt etwas schneller an. Dabei stieg die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor im ersten Quartal 2016 und blieb dann im April stabil (siehe Abbildung 21). Die Dynamik der Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war zwar nach wie vor gedämpft (siehe Abbildung 23), doch hat sich die jährliche Zuwachsrates gegenüber ihrem Tiefstand vom ersten Quartal 2014 deutlich erholt. Diese Verbesserung war den meisten größten Ländern gemein, wenngleich die Zuwachsrates in einigen Staaten noch ein negatives Vorzeichen tragen. Auch die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte stieg im ersten Quartal 2016 leicht an, während sie im April weitgehend unverändert blieb (siehe Abbildung 24). Gestützt wurde diese Tendenz durch die seit Sommer 2014 im gesamten Euroraum (vor allem wegen der geldpolitischen 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 notleidender Kredite gehemmt.

Abbildung 23
MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets



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

Abbildung 24
MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

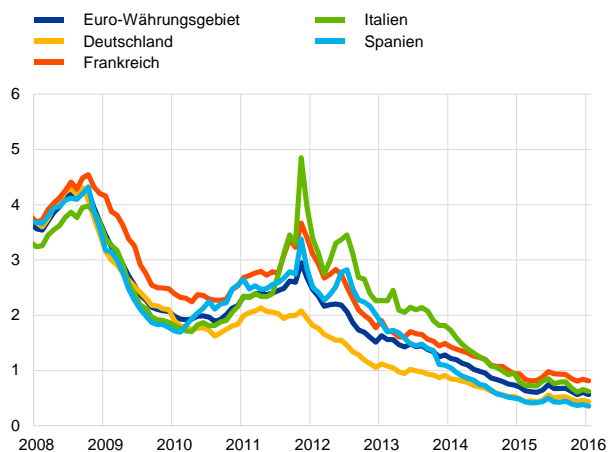


Quelle: EZB.
 Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2016.

Abermals trugen sowohl Veränderungen der Kreditrichtlinien als auch der Kreditnachfrage zur Erholung des Kreditwachstums bei. In der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom April 2016 wurden unter anderem das niedrige allgemeine Zinsniveau, der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sowie die günstigen Aussichten auf den Wohnimmobilienmärkten als wichtige Faktoren für die anziehende Kreditnachfrage genannt (siehe <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Dabei hatte das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten per saldo eine lockernde Wirkung auf die Kreditvergaberichtlinien und insbesondere auf die Kreditbedingungen. Die Banken gaben außerdem an, die über das APP und die GLRGs erhaltene zusätzliche Liquidität vorwiegend zur Ausreichung von Krediten zu verwenden. Gleichzeitig wirkte sich das APP jedoch den Angaben der Banken zufolge negativ auf ihre Ertragsentwicklung aus. Trotz der erwähnten positiven Entwicklungen blieb die Kreditdynamik schwach, wofür nach wie vor unter anderem die verhaltene Konjunktorentwicklung und die Konsolidierung der Bankbilanzen verantwortlich waren. Hinzu kommt, dass die Kreditversorgung in einigen Teilen des Euro-Währungsgebiets noch immer durch restriktive Vergabebedingungen behindert wird.

Abbildung 25
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 März 2016.

Die Refinanzierungskosten der Banken haben sich in der Nähe ihrer historischen Tiefstände eingependelt.

Vor dem Hintergrund von Nettotilgungen längerfristiger finanzieller MFI-Verbindlichkeiten ist der Indikator der Finanzierungskosten der Banken seit einigen Jahren rückläufig (siehe Abbildung 25). Hierzu haben allgemein die akkommodierende Geldpolitik der EZB, eine Stärkung der Bilanzen und die rückläufige Fragmentierung der Finanzmärkte beigetragen. Mit Blick auf den Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln ergab die April-Umfrage zur Kreditvergabe im Euro-Währungsgebiet indessen, dass mit Ausnahme der Verbriefungen im ersten Quartal 2016 keine weiteren Verbesserungen bei den anderen wesentlichen Marktinstrumenten zu vermelden waren.

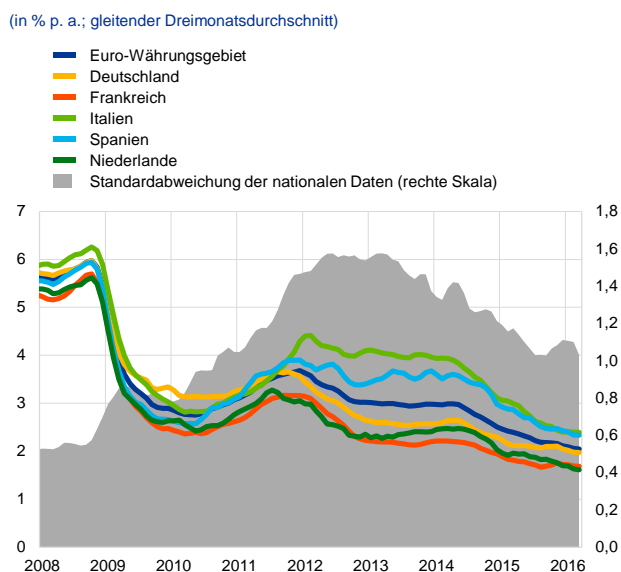
Die Zinsen für Bankkredite an den privaten Sektor waren weiter rückläufig (siehe Abbildung 26 und 27).

Die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte haben seit Juni 2014 deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. Hierzu haben die

zurückgehende Fragmentierung der Finanzmärkte im Eurogebiet sowie das bessere Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen der Banken einen positiven Beitrag geleistet. Darüber hinaus haben die niedrigeren Finanzierungskosten der Banken den Rückgang der gewichteten Kreditzinsen befördert. Seit Juni 2014 haben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten zunehmend in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben. In der Zeit von Mai 2014 bis März 2016 gaben die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an

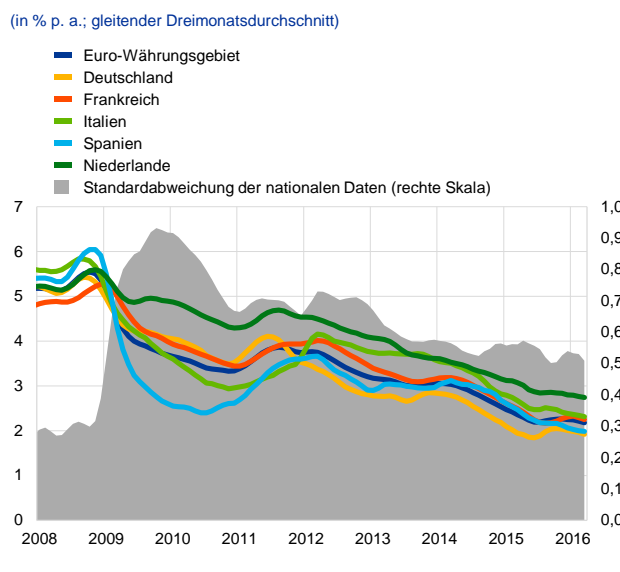
nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte um mehr als 80 Basispunkte nach, wobei sich die Bankkreditzinsen in den anfälligen Euro-Ländern besonders stark verringerten. Unterdessen verkleinerte sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und große Kredite (mehr als 1 Mio €) im Euro-Währungsgebiet. Dies ist generell ein Hinweis darauf, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von den rückläufigen Kreditzinsen profitieren als große Unternehmen.

Abbildung 26
Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



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 März 2016.

Abbildung 27
Gewichtete Kreditzinsen für Wohnungsbaukredite



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 März 2016.

Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheinen sich im ersten Quartal 2016 insgesamt etwas erhöht zu haben. Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften liegt nach wie vor unter dem Niveau von Anfang 2012 (als der höchste Nachkrisenwert verzeichnet wurde) und von Ende 2004 (vor Beginn der Phase übermäßigen Kreditwachstums). 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 sehr niedrigen Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung. Zugleich weiteten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Bargeldhaltung im ersten Quartal 2016 abermals aus und sorgten damit für einen neuen historischen Höchststand – eine Entwicklung, die mit den verbleibenden Bedenken hinsichtlich der Stärke der weltwirtschaftlichen Erholung und den geringen Opportunitätskosten zusammenhing.

Der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhöhte sich im März 2016 beträchtlich, nachdem er im Januar und Februar rückläufig gewesen war. Durch die Zunahme im März, die in erster Linie auf Sonderfaktoren zurückzuführen war, fiel der Nettoabsatz im ersten Quartal insgesamt positiv aus. Aus Marktdaten geht hervor, dass die Emissionstätigkeit im April und Mai leicht anzog, wozu auch das im März 2016 beschlossene geldpolitische Maßnahmenpaket der EZB beitrug. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Unternehmen blieb im ersten Jahresviertel indes gedämpft.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum haben sich seit März 2016 leicht verringert und einen neuen historischen Tiefstand erreicht. Der Rückgang lässt sich im Wesentlichen durch die gesunkenen Eigenkapitalkosten und in geringerem Maße auch durch die rückläufigen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung erklären. Gestützt wurden diese Entwicklungen durch positive Konjunkturmeldungen, die Ankündigung des geldpolitischen Maßnahmenpakets der EZB im März sowie die weltweit rückläufigen Renditen.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich im Projektionszeitraum (2016-2018) – vornehmlich aufgrund der sich verbessernden Konjunkturlage und sinkender Zinsausgaben – weiter verringern. Für das laufende Jahr wird auf Euroraumebene mit einem expansiven fiskalischen Kurs gerechnet, der im Zeitraum 2017-2018 trotz großer Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern insgesamt aber etwas restriktiver ausfallen wird. In einer Reihe von Mitgliedstaaten birgt die erwartete fiskalische Ausrichtung die Gefahr einer Nichteinhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP). Insbesondere die Länder mit hohen Schuldenständen müssen zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen, um ihre Schuldenquote nachhaltig zu senken.

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich während des Projektionszeitraums verringern. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2016³ zufolge wird die Defizitquote im Euroraum von 2,1 % im Jahr 2015 auf 1,4 % im Jahr 2018 zurückgehen (siehe Tabelle). Damit haben sich die Haushaltsaussichten im Projektionszeitraum gegenüber den Projektionen vom März 2016 etwas verbessert. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem günstigere gesamtwirtschaftliche Aussichten und niedrigere Zinsausgaben; Änderungen an der diskretionären Finanzpolitik werden sich dagegen wohl in Grenzen halten. Die Projektionen fallen weniger optimistisch aus als die Stabilitätsprogramme 2016 der Euro-Länder, denn diese enthalten auch finanzpolitische Maßnahmen, die noch nicht als Gesetz verabschiedet bzw. nicht hinreichend konkretisiert wurden.

Der fiskalische Kurs⁴ im Euro-Währungsgebiet dürfte 2016 expansiv sein, im Zeitraum 2017-2018 aber etwas restriktiver ausfallen. Die auf Euroraumebene im laufenden Jahr zu erwartende fiskalische Lockerung kann angesichts der fortbestehenden Unterauslastung der Wirtschaft weitgehend als angemessen bezeichnet werden. Sie spiegelt den Effekt diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen wider, z. B. Senkungen der direkten Steuern und der Sozialbeiträge in einer Reihe von Euro-Ländern. Die leichte Kursstraffung 2017-2018 wird als Folge einer staatlichen Ausgabenzurückhaltung erwartet, welche die defiziterhöhenden Maßnahmen auf der Einnahmenseite mehr als ausgleichen wird. So dürfte der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts und der Vorleistungen hinter dem trendmäßigen Wachstum des nominalen BIP zurückbleiben, während die Zunahme der Sozialtransfers und öffentlichen Investitionen das Potenzialwachstum wohl übersteigen wird. Hinter dem für das Eurogebiet insgesamt zu erwartenden Fiskalkurs verbergen sich große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Die für einige Staaten prognostizierte Kurslockerung ist auf jeweils unterschiedliche

³ Siehe „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016“, abrufbar unter www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.de.pdf?37efb6e01b12443df258497af37a703a

⁴ Gemessen anhand der Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos, d. h. des konjunkturberinigten Primärsaldos ohne Anrechnung temporärer Maßnahmen wie staatlicher Finanzhilfen für den Bankensektor. Das Konzept des fiskalischen Kurses im Euroraum ist Gegenstand eines Aufsatzes im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Bestimmungsfaktoren zurückzuführen; diese reichen von den deutlichen Auswirkungen der Flüchtlingszuwanderung über den Effekt von Steuersenkungen bis hin zu haushaltspolitischen Maßnahmen, die auf der Ausgabenseite spürbar werden.

Die auf erhöhtem Niveau liegende gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum wird weiter sinken. Nach einem Höchststand im Jahr 2014 verringerte sie sich 2015 auf 90,7 %. Bis Ende 2018 dürfte sie schrittweise auf 87,4 % zurückgehen. Gestützt wird die projizierte Verringerung des Schuldenstands durch eine günstige Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials aufgrund der Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der Annahme niedriger Zinssätze. Darüber hinaus werden auch leichte Primärüberschüsse und negative Deficit-Debt-Adjustments – in welchen sich unter anderem Privatisierungserlöse widerspiegeln – zur Verbesserung der voraussichtlichen Schuldenentwicklung beitragen. Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2016 wird nunmehr von einem etwas stärkeren Rückgang der aggregierten Schuldenquote im Euroraum ausgegangen, was vor allem auf höhere Primärüberschüsse und ein günstigeres Zins-Wachstums-Differenzial zurückzuführen ist. Was die Entwicklung auf Länderebene angeht, so dürfte die Schuldenquote in den meisten Staaten des Eurogebiets sinken; für einige Länder wird im Projektionszeitraum jedoch mit einem Anstieg des öffentlichen Schuldenstands gerechnet. Insbesondere in den hochverschuldeten Staaten bedarf es weiterer Konsolidierungsanstrengungen, um die Schuldenquote nachhaltig zu senken, denn die hohe Verschuldung macht diese Länder besonders anfällig im Falle einer neuerlichen Instabilität an den Finanzmärkten oder wieder steigender Zinssätze.

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	46,1	45,9	45,9
b. Ausgaben insgesamt	49,6	49,3	48,6	48,0	47,6	47,2
<i>Darunter:</i>						
c. Zinsausgaben	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0
d. Primärausgaben (b - c)	46,8	46,7	46,2	45,8	45,5	45,3
Finanzierungssaldo (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Primärsaldo (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,8	-1,6
Struktureller Finanzierungssaldo	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Bruttoverschuldung	91,1	92,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	-0,2	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7

Quellen: Eurostat, EZB und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2016.

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Die Gefahr einer Nichtbefolgung des SWP ist in einer Reihe von Ländern hoch.

Die Regierungen müssen ihren finanzpolitischen Kurs dergestalt kalibrieren, dass sie – bei vollständiger Einhaltung des SWP – ihre hohen Schuldenstände senken, ohne dabei die Konjunkturerholung zu beeinträchtigen. Es ist zu begrüßen, dass Länder mit Haushaltsspielräumen diese genutzt haben. Andere Länder wiederum, deren Haushalte keinen Spielraum aufweisen, sollten mit der Umsetzung der für eine

vollständige Einhaltung des SWP erforderlichen Maßnahmen fortfahren, um so ihre Schulden­trag­fä­hig­keits­risiken zu beseitigen und ihre Widerstandskraft gegenüber zukünftigen Schocks zu erhöhen. Am 18. Mai 2016 veröffentlichte die Europäische Kommission ihren Vorschlag für länderspezifische Empfehlungen zur Wirtschafts- und Finanzpolitik der EU-Mitgliedstaaten. Bei vielen Ländern stellte sie zudem die Gefahr einer Nichteinhaltung der strukturellen Konsolidierungsanforderungen des SWP fest und veröffentlichte diesbezügliche Umsetzungsempfehlungen.⁵ Um die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Ordnungsrahmens sicherzustellen kommt es entscheidend darauf an, dass seine Anwendung rechtlich fundiert, transparent sowie im Zeitablauf und länderübergreifend einheitlich ist. Des Weiteren sollten sich die Staaten im Sinne einer Ausweitung ihres haushaltspolitischen Handlungsspielraums um eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung ihrer Finanzpolitik bemühen.

⁵ Ausführungen zur jüngsten einschlägigen Kommissionsmitteilung finden sich in Kasten 5 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Kasten 1

Die weltwirtschaftlichen Folgen der niedrigen Ölpreise

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welche Auswirkungen die Ölpreisrückgänge der vergangenen zwei Jahre auf die Weltwirtschaft hatten.

Seit Mitte 2014 haben die Ölpreise stark nachgegeben und Anfang 2016 ein Zehnjahrestief erreicht. Von ihrem Höchststand im Juni 2014 bis zur Talsohle im Januar 2016 fielen die Notierungen für Brent-Rohöl um 82 USD je Barrel und damit um 70 %. Anschließend erholten sie sich maßvoll um rund 17 USD je Barrel und dürften mit Blick auf die Öl-Terminkontrakte auch mittelfristig nur langsam ansteigen.

Die Gründe für den jüngsten Ölpreisverfall haben sich im Zeitverlauf gewandelt. Während die Notierungen im Jahr 2014 überwiegend infolge der kräftigen Ausweitung des Ölangebots sanken, spielte zuletzt die schwächere weltweite Nachfrage nach Öl eine entscheidende Rolle. Auf der Angebotsseite sorgten hohe Investitionen und technische Neuerungen – vor allem in der Schieferölgewinnung – für einen raschen Anstieg der Ölproduktion und setzten damit die Ölnotierungen unter Druck, während sich zugleich das Wirtschaftswachstum insbesondere in den energieintensiven Volkswirtschaften der Schwellenländer abschwächte. Durch den Beschluss der OPEC vom November 2014, die Förderquoten nicht zu verändern, und vor dem Hintergrund steigender Ölvorräte erhöhte sich der Abwärtsdruck auf die Preise unterdessen weiter. In letzter Zeit mehren sich jedoch die Bedenken, dass der Ölpreisverfall vornehmlich auf das schwächere Weltwirtschaftswachstum zurückzuführen sein könnte.

Verändert sich die Art der Ölpreisschocks, so sind auch die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft unterschiedlich. Anfang 2015 wurde davon ausgegangen, dass der vorwiegend angebotsbedingte Rückgang der Ölpreise insgesamt einen sehr positiven Einfluss auf die globale Konjunktur ausüben würde, und zwar hauptsächlich über zwei Kanäle: a) eine Einkommensumverteilung von den erdölproduzierenden zu den erdölkonsumierenden Ländern, denen eine größere marginale Ausgabenneigung zugeschrieben wurde, und b) Ertragssteigerungen durch niedrigere Vorleistungskosten für Energie, was die Investitionstätigkeit und damit das gesamtwirtschaftliche Angebot der Netto-Ölimporteure stimulieren könnte. Der eher nachfragebedingte Preisrückgang seit der zweiten Jahreshälfte 2015 dürfte jedoch eine weniger positive Wirkung auf die globale Konjunktur entfalten. Wenngleich die geringeren Ölpreise über steigende Realeinkommen die Binnennachfrage in den Netto-Ölimportländern nach wie vor stützen könnten, werden hierdurch nicht notwendigerweise die weiter reichenden Folgen einer schwächeren weltweiten Nachfrage aufgefangen.

Modellschätzungen bestätigen, dass die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft von der Art des zugrunde liegenden Schocks abhängen.

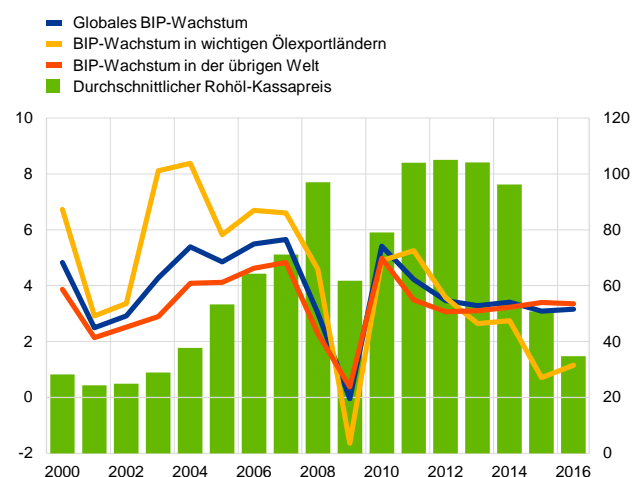
Simulationsrechnungen⁶ zeigen, dass ein vollständig angebotsbestimmter Ölpreissrückgang von 10 % zu einem Anstieg des weltweiten BIP um 0,1 % bis 0,2 % führt, wohingegen ein gleich hoher vollständig nachfragebedingter Rückgang normalerweise mit einer Verringerung des globalen BIP von mehr als 0,2 % einhergeht. Unter der Annahme, dass der Ölpreissrückgang seit Mitte 2014 beispielsweise zu 60 % durch angebotsseitige und zu 40 % durch nachfrageseitige Faktoren bestimmt wurde, gelangen die Modelle zu dem Ergebnis, dass die beiden Schocks zusammengenommen so gut wie keine (oder sogar leicht negative) Auswirkungen auf die Weltwirtschaft hätten.

Die Erfahrung des vergangenen Jahres legt außerdem nahe, dass der erwartete positive Effekt der gesunkenen Ölpreise auf die Weltkonjunktur durch Veränderungen der Transmissionskanäle geschmälert worden sein könnte. Im Vergleich zu früheren Episoden von Ölpreissrückgängen in den 1980er- und 1990er-Jahren könnten sich die Verbreitungsmechanismen des jüngsten Ölpreisschocks durch die kombinierte Wirkung mehrerer gegenläufiger Faktoren verändert haben.

Abbildung A

Verringerung des BIP-Wachstums in wichtigen Ölexportländern – Vergleich mit der übrigen Welt

(linke Skala: jährliches reales BIP-Wachstum in %; rechte Skala: jährlicher durchschnittlicher Rohöl-Kassapreis in USD/Barrel)



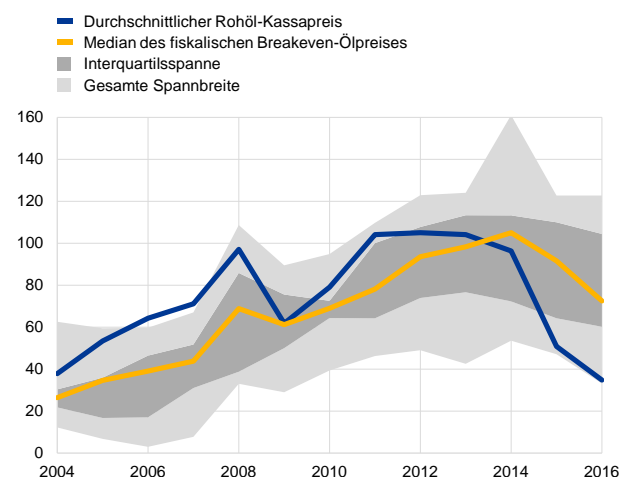
Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gruppe der wichtigen Ölexportländer umfasst die 20 größten Netto-Ölexporture (Algerien, Angola, Aserbaidschan, Ecuador, Iran, Irak, Kanada, Kasachstan, Katar, Kolumbien, Kuwait, Malaysia, Nigeria, Norwegen, Oman, Russland, Saudi-Arabien, Usbekistan, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate). Der Rohöl-Kassapreis wird als einfacher Durchschnitt der drei Kassapreise für Dated Brent, West Texas Intermediate und Dubai Fateh berechnet. Die Angaben für das Jahr 2016 wurden einer Prognose des IWF entnommen.

Abbildung B

Fiskalische Breakeven-Ölpreise wichtiger Ölexportländer und Rohöl-Kassapreis

(in USD/Barrel)



Quellen: Regional Economic Outlook des IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der fiskalische Breakeven-Ölpreis ist definiert als der Ölpreis, der einen ausgeglichenen Staatshaushalt ermöglichen würde. Die Abbildung zeigt den Median und die Spannweite der fiskalischen Breakeven-Ölpreise für zehn große Netto-Ölexportländer im Nahen Osten, in Zentralasien und in Afrika. Der Rohöl-Kassapreis wird als einfacher Durchschnitt der drei Kassapreise für Dated Brent, West Texas Intermediate und Dubai Fateh berechnet. Die Angaben für das Jahr 2016 wurden einer Prognose des IWF entnommen.

⁶ Die Simulationsrechnungen zur Ermittlung der angebots- und der nachfrageseitigen Ölpreisschocks basieren auf folgenden Modellen: dem National Institute Global Econometric Model (NiGEM), der SIXMOD-Version des Flexible System of Global Models (FSGM) des IWF und einem strukturellen Vektorautoregressionsmodell (SVAR) mit Vorzeichenrestriktionen.

Zum einen waren die nachteiligen Auswirkungen auf die Netto-Ölexporteure offenbar recht gravierend und gingen mit negativen Übertragungseffekten auf andere aufstrebende Volkswirtschaften einher. In mehreren Netto-

Ölexportländern waren neben dem Ölpreiseinbruch noch weitere Schocks zu verzeichnen (die unter anderem von geopolitischen Spannungen herrührten), was erhebliche gesamtwirtschaftliche Anpassungen zur Folge hatte. Den großen Netto-Ölexporturen gelang es bis zu einem gewissen Grad, die anfänglichen negativen Effekte des jüngsten Ölpreisrückgangs auf ihre gesamtwirtschaftliche Produktion abzufedern, indem sie beachtliche und weiter steigende Haushaltsdefizite in Kauf nahmen. Dennoch sank das BIP-Wachstum in diesen Ländern verglichen mit der übrigen Welt spürbar (siehe Abbildung A). Am Kassamarkt fielen die Notierungen für Rohöl deutlich unter die fiskalischen Breakeven-Ölpreise, d. h. jene Preise, die einen ausgeglichenen Haushalt ermöglichen würden (siehe Abbildung B). Dadurch wurde die Finanzlage in einer Reihe wichtiger erdölproduzierender Länder immer schwieriger; dies gilt insbesondere für Staaten, deren Währung an den US-Dollar gekoppelt ist oder die über sonstige streng kontrollierte Wechselkurssysteme verfügen (z. B. Iran, Irak, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela und die Vereinigten Arabischen Emirate). In rohstoffexportierenden Ländern mit flexibleren Wechselkursen (beispielsweise Kanada, Mexiko, Norwegen und Russland) wurde auch die Geldpolitik beeinträchtigt. Da die Währungen dieser Länder zum Teil kräftig abwerteten, nahm der Inflationsdruck zu und schränkte damit den Spielraum für eine Lockerung der geldpolitischen Zügel als Reaktion auf das nachlassende Wachstum ein. Der Preisverfall wurde durch finanzielle Spannungen noch verschärft, vor allem in Ländern mit Fremdwährungspositionen. Zwar entfällt auf die großen erdöl-exportierenden Länder nur ein relativ geringer Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung (rund 15 % des weltweiten BIP auf Basis von Kaufkraftparitäten), doch belasteten negative Ansteckungseffekte auf Länder, mit denen sie enge Handels- oder Finanzverflechtungen unterhalten, sowie globale Vertrauenseffekte die Weltwirtschaft.

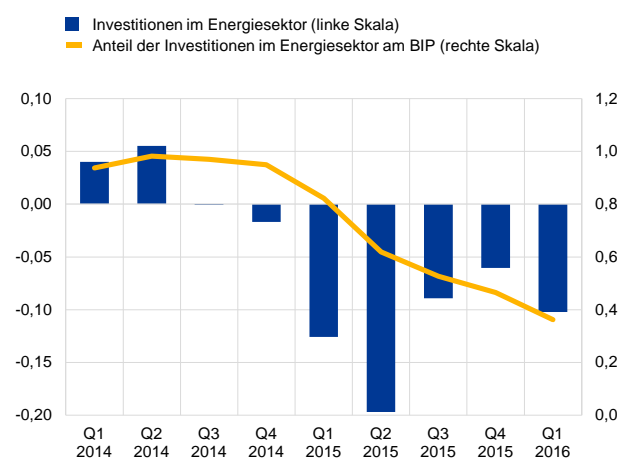
Zum anderen fiel die – durch Einkommenseffekte aufgrund der gesunkenen Ölpreise ausgelöste – Nachfragebelebung in mehreren erdölimportierenden Ländern bislang eher gering aus. In längerfristiger Betrachtung könnte dies auf die geringere Energieintensität im Vergleich zu früheren Phasen mit rückläufigen Ölpreisen in den 1980er- und 1990er-Jahren zurückzuführen sein. Blickt man eher auf die aktuelle Situation, so haben möglicherweise andere Faktoren in einigen Staaten die Reagibilität des Konsums auf den Ölpreisrückgang beschränkt, wengleich diese Effekte empirisch oftmals schwer voneinander zu trennen sind. So könnte beispielsweise die verstärkte Ersparnisbildung in manchen Ländern mit dem anhaltenden Entschuldungsbedarf zusammenhängen, der die privaten Haushalte dazu bewegen haben könnte, einen größeren Teil der unerwarteten, durch den Ölpreisrückgang generierten Mehreinnahmen zu sparen, als dies vielleicht sonst der Fall gewesen wäre. Überdies könnte auch die Erwartungshaltung der Privathaushalte eine Rolle gespielt haben; wenn diese nämlich erst nach einiger Zeit zu der Überzeugung gelangen, dass die Preise für Öl dauerhaft auf ihrem niedrigeren Niveau bleiben, nehmen die Ausgaben möglicherweise nur langsam zu. Zugleich haben einige Schwellenländer die Ersparnisse, die sich für die öffentlichen Haushalte durch geringere Energiesubventionen ergaben, zur Konsolidierung der

Staatsfinanzen statt für zusätzliche Konjunkturmaßnahmen genutzt. Auch andere Faktoren, etwa die Wechselkursentwicklung und Abwärtskorrekturen bei Aktienkursen und sonstigen Vermögenspreisen vor dem Hintergrund der erhöhten weltwirtschaftlichen Unsicherheit, könnten den positiven Einfluss des verbilligten Öls auf den Konsum gedämpft haben.

Abbildung C

Investitionen im Energiesektor der Vereinigten Staaten

(linke Skala: Beitrag zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum in Prozentpunkten; rechte Skala: in % des BIP)



Quellen: US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen

Eine exemplarische Betrachtung der Vereinigten Staaten als einer der größten Netto-Ölimporteure ergibt, dass die aus niedrigeren Ölpreisen resultierenden Vorteile für den Konsum dort

geringer waren als zunächst erwartet; zudem wurden sie größtenteils durch den Einbruch der Investitionen im Energiesektor aufgewogen. Die rückläufigen Ölnotierungen kamen zwar dem Konsum zugute, aber die Unsicherheit über den Fortbestand der niedrigen Preise könnte dem Vertrauen geschadet haben, sodass der Einfluss des Ölpreisverfalls wohl geringer war als zunächst erwartet. Unterdessen wirkte sich die Verbilligung des Erdöls in den USA erheblich auf die Investitionen in der Schieferölindustrie aus.

Verschärft wurde die Situation durch den hohen Verschuldungsgrad der Schieferölproduzenten und deren Anfälligkeit gegenüber Finanzierungsengpässen. Seit dem Einsetzen des Ölpreisrückgangs Mitte 2014 fielen die energiebezogenen Investitionen insgesamt

um 65 % und leisteten damit einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum (siehe Abbildung C). Unterdessen sank die Zahl der Ölförderanlagen auf knapp ein Drittel der ursprünglichen Anzahl. Unter dem Strich dürften sich die rückläufigen Ölpreise in den Vereinigten Staaten jedoch bislang leicht positiv auf das BIP ausgewirkt haben.

Zusammenfassend lässt die jüngste Ölpreisentwicklung – verglichen mit der Situation vor einem Jahr, als angebotsseitige Faktoren eine dominierende Rolle spielten – darauf schließen, dass die niedrigen Preise zunehmend Ausdruck der schwächeren weltweiten Nachfrage waren.

Während bei einem größtenteils angebotsbedingten Rückgang der Ölpreise insgesamt mit einem positiven Einfluss auf das globale BIP zu rechnen ist, dürfte ein stärker nachfragebedingter Preisverfall die Weltwirtschaft wohl nicht in besonderem Maße stützen. Darüber hinaus wird die Beurteilung der Frage, welche Bedeutung den gesunkenen Erdölpreisen zukommt, durch einen hohen Grad an Unsicherheit erschwert. Ein Grund für diese Ungewissheit sind mögliche Probleme im Hinblick auf die Finanzstabilität und die Haushaltslage in einigen rohstoffexportierenden Ländern. Des Weiteren steht dahinter die Sorge vor einem allgemeinen Wirtschaftsabschwung in den Schwellenländern, der durch eine Ausweitung binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und restriktivere Finanzierungsbedingungen in einigen Staaten getragen wird.

Kasten 2

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 27. Januar bis zum 26. April 2016

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der ersten und der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres erörtert, die sich auf den Zeitraum vom 27. Januar bis zum 15. März bzw. vom 16. März bis zum 26. April 2016 erstreckten. Am 10. März gab der EZB-Rat ein umfangreiches Paket an geldpolitischen Beschlüssen bekannt, das eine Senkung aller EZB-Leitzinsen, eine Ausweitung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten sowohl hinsichtlich des monatlichen Kaufvolumens als auch der zulässigen Aktiva sowie eine Reihe von vier neuen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) umfasste.⁷ So wurden in der zweiten Erfüllungsperiode die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung zum 16. März auf 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % gesenkt.⁸ Am 30. März 2016 wurden im Rahmen des siebten GLRG 7,3 Mrd € zugeteilt (gegenüber 18,3 Mrd € bei dem vorangegangenen Geschäft im Dezember 2015). Damit lag der Gesamtzuteilungsbetrag der ersten sieben GLRGs bei 425,3 Mrd €.⁹ Darüber hinaus setzte das Eurosystem im Rahmen seines Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)¹⁰ den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities fort, wobei der geplante Umfang in der zweiten Erfüllungsperiode von monatlich 60 Mrd € auf 80 Mrd € angehoben wurde.

Liquiditätsbedarf

Im Berichtszeitraum belief sich der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – auf 778,6 Mrd €, er hat sich somit gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (d. h. der siebten und achten Reserveperiode 2015) um 72 Mrd € erhöht. Ursächlich hierfür waren fast ausschließlich die autonomen Faktoren, die um durchschnittlich 71,1 Mrd € auf 664,5 Mrd € zunahmen (siehe Tabelle).

⁷ Die Pressemitteilung der EZB vom 10. März 2016 kann auf der EZB-Website abgerufen werden unter: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.de.html

⁸ 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 die LRGs entsprachen dem durchschnittlichen Zinssatz der während der Laufzeit des jeweiligen Geschäfts durchgeführten HRGs. Die GLRGs wurden ebenfalls weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt, wobei der Zinssatz dem Hauptrefinanzierungssatz entsprach.

⁹ Einzelheiten zu den Zuteilungen im Rahmen der GLRGs finden sich in den entsprechenden Kästen in vorangegangenen Ausgaben des Wirtschaftsberichts der EZB und Informationen über die Offenmarktgeschäfte auf der EZB-Website unter: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html

¹⁰ Ausführliche Informationen zum erweiterten APP stehen auf der Website der EZB zur Verfügung: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html

Liquiditätslage im Eurosystem

	27. Jan. 2016 – 26. April 2016		28. Okt. 2015 – 26. Jan. 2016		Zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode	
Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 770,1	(+54,3)	1 715,8	1 799,8	(+55,2)	1 744,6	(+24,5)	
Banknotenumlauf	1 066,1	(+0,9)	1 065,3	1 069,3	(+5,9)	1 063,4	(-9,4)	
Einlagen öffentlicher Haushalte	130,3	(+42,7)	87,6	147,4	(+31,7)	115,6	(+33,2)	
Sonstige autonome Faktoren	573,7	(+10,7)	563,0	583,2	(+17,6)	565,6	(+0,8)	
Geldpolitische Instrumente								
Guthaben auf Girokonten	562,7	(+34,9)	527,9	570,0	(+13,5)	556,5	(-0,6)	
Mindestreserve-Soll	114,1	(+0,9)	113,2	114,3	(+0,5)	113,9	(+0,6)	
Einlagefazilität	245,0	(+59,3)	185,7	262,0	(+31,5)	230,5	(+33,9)	
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 105,9	(-17,0)	1 122,9	1 113,0	(+13,3)	1 099,8	(-24,0)	
Nettoforderungen in Fremdwährung	616,8	(+5,0)	611,9	627,3	(+19,5)	607,8	(-3,8)	
Nettoforderungen in Euro	489,0	(-22,0)	511,0	485,7	(-6,2)	491,9	(-20,2)	
Geldpolitische Instrumente								
Offenmarktgeschäfte	1 472,2	(+165,3)	1 306,9	1 518,9	(+86,8)	1 432,1	(+81,8)	
Tendernessgeschäfte	521,9	(-10,6)	532,5	518,8	(-5,7)	524,5	(-14,0)	
HRGs	60,6	(-8,4)	69,1	58,1	(-4,8)	62,9	(-8,7)	
Refinanzierungsgeschäfte mit Sonderlaufzeit	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Dreimonatige LRGs	41,1	(-14,3)	55,3	37,9	(-5,8)	43,7	(-7,9)	
Dreijährige LRGs	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Gezielte LRGs (GLRGs)	420,2	(+12,1)	408,1	422,8	(+4,9)	417,9	(+2,6)	
Outright-Geschäfte	950,3	(+175,9)	774,4	1 000,1	(+92,5)	907,6	(+95,8)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	19,5	(-1,1)	20,6	19,2	(-0,6)	19,8	(-0,7)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 2 (CBPP2)	8,8	(-0,9)	9,8	8,7	(-0,3)	9,0	(-0,6)	
Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 3 (CBPP3)	161,3	(+21,1)	140,2	167,0	(+10,7)	156,4	(+11,9)	
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	120,8	(-2,3)	123,1	119,7	(-2,0)	121,7	(-1,2)	
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	18,7	(+3,4)	15,2	19,2	(+0,9)	18,3	(+2,8)	
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	621,2	(+155,7)	465,5	666,3	(+83,8)	582,5	(+83,6)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,1	(-0,0)	0,1	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,1)	
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Aggregierter Liquiditätsbedarf	778,6	(+72,0)	706,5	801,4	(+42,4)	759,0	(+48,9)	
Autonome Faktoren*	664,5	(+71,1)	593,3	687,1	(+41,9)	645,1	(+48,3)	
Überschussliquidität	693,6	(+93,3)	600,3	717,5	(+44,4)	673,1	(+32,9)	
Zinsentwicklung (in %)								
HRGs	0,03	(-0,02)	0,05	0,00	(-0,05)	0,05	(+0,00)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,28	(-0,02)	0,30	0,25	(-0,05)	0,30	(+0,00)	
Einlagefazilität	-0,35	(-0,09)	-0,25	-0,40	(-0,10)	-0,30	(+0,00)	
EONIA (Durchschnitt)	-0,286	(-0,101)	-0,184	-0,340	(-0,101)	-0,239	(-0,013)	

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.

Die Zunahme der autonomen Faktoren war im Wesentlichen auf höhere liquiditätsabschöpfende Faktoren zurückzuführen.

Zu dem Anstieg trugen vor allem die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei, die sich bis zum Ende der Berichtsperiode um durchschnittlich 42,7 Mrd € auf 130,3 Mrd € erhöhten. Diese Steigerung war gleichmäßig auf die erste und die zweite Erfüllungsperiode verteilt. Im Anstieg der Einlagen der öffentlichen Haushalte spiegelt sich die Tatsache wider, dass einige Schatzämter wegen mangelnder Nachfrage und nicht zufriedenstellender Verzinsung nicht bereit waren, ihre Überschussliquidität zu negativen Zinsen am Markt anzulegen. Die sonstigen autonomen Faktoren beliefen sich im Schnitt auf 573,7 Mrd € und stiegen damit gegenüber dem vorherigen Betrachtungszeitraum um 10,7 Mrd € an, was in erster Linie einem Zuwachs bei den sonstigen in Euro denominierten Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen des Euroraums zuzuschreiben war. Ferner erhöhte sich der Banknotenumlauf gegenüber dem vorangegangenen Beobachtungszeitraum um 0,9 Mrd € auf 1 066,1 Mrd €, womit er am wenigsten zum Gesamtanstieg der autonomen Faktoren beitrug.

Die liquiditätszuführenden Faktoren gingen im Berichtszeitraum aufgrund gesunkener Nettoforderungen in Euro zurück.

Die Nettoforderungen in Euro betragen durchschnittlich 489,0 Mrd €, das waren 22 Mrd € weniger als im vorigen Referenzzeitraum. Verantwortlich für den insbesondere in der ersten Erfüllungsperiode erfolgten Rückgang waren verringerte Finanzanlagen, die vom Eurosystem für nichtgeldpolitische Zwecke gehalten werden, und eine leichte Zunahme der Verbindlichkeiten nationaler Zentralbanken gegenüber ausländischen Instituten. Letztere erhöhten ihre Einlagen trotz des erneut gesenkten Einlagesatzes, womöglich aufgrund weniger attraktiver Anlagealternativen am Markt. Darüber hinaus nahmen die Nettoforderungen in Fremdwährung um 5 Mrd € auf 616,8 Mrd € zu. Dieser Anstieg vollzog sich ausschließlich in der zweiten Reserveerfüllungsperiode, wohingegen in der ersten Erfüllungsperiode ein geringfügiger Rückgang zu verzeichnen gewesen war. Ursächlich für die Aufwertung der Nettoforderungen in Fremdwährung war vor allem ein Anstieg des Goldwerts in US-Dollar, der nur teilweise durch den höheren Euro-Wechselkurs im Anfangsquartal 2016 aufgefangen wurde.

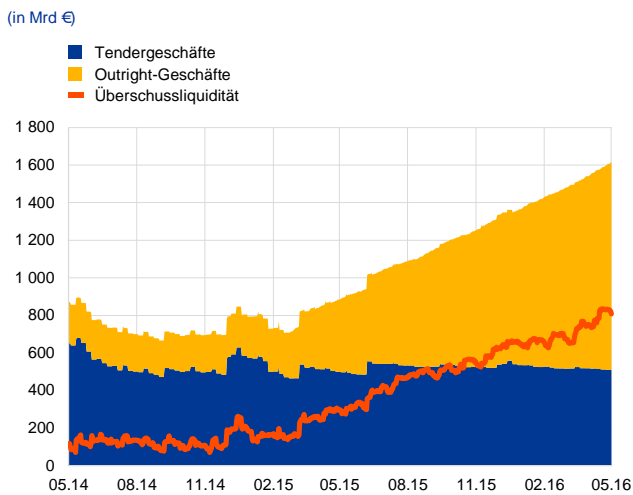
Die Volatilität der autonomen Faktoren blieb im Betrachtungszeitraum erhöht.

Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf erhebliche Schwankungen bei den Einlagen öffentlicher Haushalte sowie in geringerem Maß auf die vierteljährliche Neubewertung der Nettoforderungen in Fremdwährung und in Euro. Verglichen mit dem vorherigen Beobachtungszeitraum blieb das Niveau der Volatilität im Großen und Ganzen unverändert, wenngleich die autonomen Faktoren tendenziell weiter anstiegen. Allerdings verkleinerte sich der durchschnittliche absolute Fehler bei den wöchentlichen Schätzungen der autonomen Faktoren im Berichtszeitraum aufgrund geringerer Prognosefehler bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte um 1,4 Mrd € auf 6,0 Mrd €.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (Tenderoperationen und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich um 165,3 Mrd € auf 1 472,2 Mrd € (siehe Abbildung). Dieser Anstieg war vollständig dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zuzuschreiben.

Entwicklung der geldpolitischen Instrumente und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Die über Tendergeschäfte durchschnittlich bereitgestellte Liquidität ging im Referenzzeitraum leicht – um 10,6 Mrd € auf 521,9 Mrd € – zurück.

Die durch die GLRGs bedingte Zunahme der Durchschnittsliquidität wurde durch einen noch größeren Rückgang der in den Standardgeschäften bereitgestellten Liquidität aufgezehrt. Im Einzelnen war bei der über HRGs und dreimonatige LRGs bereitgestellten Liquidität ein Rückgang um 8,4 Mrd € bzw. 14,3 Mrd € festzustellen, dem ein Anstieg des ausstehenden Betrags der GLRGs um 12,1 Mrd € im Berichtszeitraum gegenüberstand. Da die Zuteilung des im bisherigen Jahresverlauf einzigen GLRG im März erfolgte, war der Rückgang der über Tendergeschäfte bereitgestellten Liquidität in der zweiten Erfüllungsperiode insgesamt weniger ausgeprägt als in der ersten.

Der über das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zugeführte Liquiditätsbetrag nahm um 175,9 Mrd € auf 950,3 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 155,7 Mrd €, 21,1 Mrd € bzw. 3,4 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 4,3 Mrd €.

Überschussliquidität

Infolge der beschriebenen Entwicklungen erhöhte sich die durchschnittliche Überschussliquidität im Berichtszeitraum um 93,3 Mrd € auf 693,6 Mrd € (siehe Abbildung). Hierbei war der Liquiditätsanstieg in der zweiten Reserveerfüllungsperiode deutlicher ausgeprägt. Die durchschnittliche Überschussliquidität nahm gegenüber der ersten Erfüllungsperiode um 44,4 Mrd € zu, was an höheren Ankäufen sowie einem etwas niedrigeren Zuwachs bei den autonomen Faktoren lag. Für die relativ geringe Zunahme in der ersten Erfüllungsperiode waren vor allem die kräftiger gestiegenen autonomen Faktoren verantwortlich, die den Anstieg beim APP teilweise absorbierten.

Die höhere Überschussliquidität spiegelte sich vor allem in einer höheren durchschnittlichen Inanspruchnahme der Einlagefazilität wider, die sich im Berichtszeitraum um 59,3 Mrd € auf 245 Mrd € ausweitete. Die durchschnittlichen Giroguthaben der Banken beim Eurosystem nahmen ebenfalls zu, wenn auch nicht ganz so stark, nämlich um 34,9 Mrd € auf 562,7 Mrd €.

Zinsentwicklung

Die Geldmarktsätze gingen im Berichtszeitraum angesichts der Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0,40 % weiter zurück. Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA im Schnitt bei -0,286 % nach -0,184 % in der Vorperiode. Während der EONIA in der ersten Reserveerfüllungsperiode nahezu unverändert geblieben war, führte die mit Beginn der zweiten Erfüllungsperiode wirksam gewordene Senkung des Einlagesatzes um weitere 0,10 % zu einem EONIA-Rückgang um 0,101 Prozentpunkte. Vor dem Hintergrund der weiter ansteigenden Überschussliquidität erfolgte die Transmission der negativen Zinssätze fast unmittelbar. Darüber hinaus gingen die besicherten Tagesgeldsätze analog zum Zinssatz der Einlagefazilität auf ein Niveau zurück, das näher am Einlagesatz lag. Die durchschnittlichen Übernachtsätze für Repogeschäfte bei GC Pooling¹¹ für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb gaben im Vergleich zum vorangegangenen Betrachtungszeitraum um 0,088 bzw. 0,083 Prozentpunkte auf -0,332 % bzw. -0,321 % nach.

¹¹ GC Pooling ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

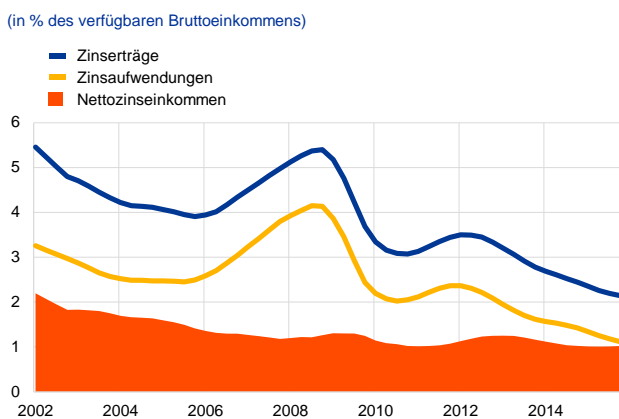
Kasten 3

Nettozinseinkommen der privaten Haushalte im Niedrigzinsumfeld

Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB hat die Kreditkosten der Unternehmen und privaten Haushalte beträchtlich gesenkt, jedoch auch die Erträge aus Spareinlagen verringert. Da die privaten Haushalte nicht nur Kredite aufnehmen, sondern auch Sparer sind, stellt sich die Frage, in welchem Ausmaß die niedrigeren Zinsen das Nettozinseinkommen der Privathaushalte beeinflusst haben. Besonders relevant ist dies für die Beurteilung der Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf den gesamtwirtschaftlichen Konsum.

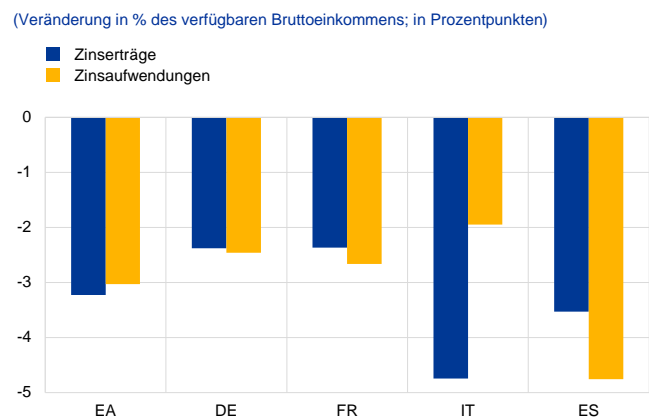
Die Zinserträge der privaten Haushalte sind gemessen an deren verfügbarem Einkommen seit Herbst 2008 um 3,2 Prozentpunkte gesunken. In Abbildung A ist die Entwicklung der Einnahmen der privaten Haushalte aus zinstragenden Vermögenswerten wie etwa Einlagen, Anleihen oder Krediten dargestellt.¹² Ausgeklammert wird dabei allerdings, wie sich Einkommen und Vermögen des Haushaltssektors über den Effekt niedrigerer Zinsen auf Anlagen von Pensionsinstitutionen und Lebensversicherern sowie auf Kapitalerträge aus langfristigen Anleihen und aus Aktien verändern.

Abbildung A
Zinsaufwendungen/-erträge der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Zinsaufwendungen/-erträge auf Basis von Vierquartalsummen nach Zurechnung der indirekt erfassten Dienstleistungen der finanziellen Mittlertätigkeit (unterstellte Bankgebühr – FISIM). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

Abbildung B
Zinsaufwendungen/-erträge der privaten Haushalte Q3 2008 - Q4 2015



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Zinsaufwendungen/-erträge auf Basis von Vierquartalsummen nach Zurechnung der indirekt erfassten Dienstleistungen der finanziellen Mittlertätigkeit (unterstellte Bankgebühr – FISIM).

¹² Um die Kohärenz mit der Messung des verfügbaren Einkommens und des Konsums der privaten Haushalte zu gewährleisten, werden die Zinsaufwendungen/-erträge nach Zurechnung jener Intermediationsdienstleistungen erfasst, die die Finanzinstitute nicht explizit in Rechnung stellen, sondern die Teil der Marge zwischen Spar- und Kreditzins sind; dies wirkt sich jedoch nicht auf die Schlussfolgerungen der Untersuchung aus.

Neben dem Rückgang der Zinserträge sind jedoch auch die Zinsaufwendungen erheblich gesunken. Vom dritten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2015 haben sich die Zinsaufwendungen gemessen am verfügbaren Einkommen um rund 3 Prozentpunkte verringert. Ähnlich stark gingen auch die Zinserträge zurück, sodass das durchschnittliche Nettozinseinkommen der privaten Haushalte im Euroraum weitgehend unverändert blieb. Von den niedrigeren Zinsen haben die einzelnen Privathaushalte mit Blick auf ihr Nettozinseinkommen teils profitiert, und teils mussten sie dadurch Einbußen hinnehmen, je nachdem, ob es sich um Nettoschuldner oder Nettosparer handelt.

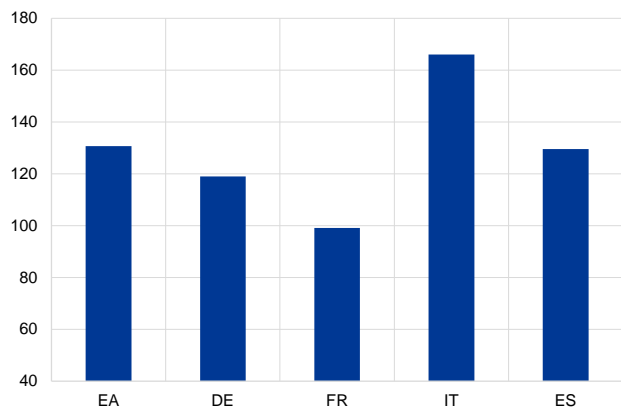
Das Nettozinseinkommen des Haushaltssektors ist in Deutschland und Frankreich recht stabil geblieben; in Italien und Spanien war dies hingegen weniger der Fall. Aus Abbildung B geht hervor, dass in Deutschland und Frankreich der Rückgang bei den Zinserträgen und bei den Zinsaufwendungen ähnlich war. Das heißt, dass die niedrigeren Zinsen nur einen geringen Einfluss auf das Nettozinseinkommen des gesamten Haushaltssektors gehabt haben. Demgegenüber sind die Zinseinkünfte der privaten Haushalte in Italien mehr als doppelt so stark gesunken wie deren Zinsaufwendungen, was sich negativ auf das gesamte Nettozinseinkommen des Haushaltssektors niederschlägt. Grund hierfür ist, dass italienische Privathaushalte über recht umfangreiche zinstragende Vermögenswerte verfügen (siehe Abbildung C) und im Verhältnis geringer verschuldet sind (siehe Abbildung D). In Spanien sind die Zinsaufwendungen indessen deutlich stärker gesunken als die Zinseinkünfte, was sich insgesamt begünstigend auf das Nettozinseinkommen der privaten Haushalte ausgewirkt hat. Der ausgeprägtere Rückgang der Zinsaufwendungen in Spanien lässt sich sowohl durch die hohe Verschuldung der privaten Haushalte (siehe Abbildung D) als auch durch die Tatsache erklären, dass die Hypothekenzinsen zu einem Großteil an die Geldmarktsätze gekoppelt sind. Der in Spanien zu beobachtende stärkere Effekt auf die Zinsaufwendungen steht auch mit Befunden im Einklang, wonach geldpolitische Maßnahmen in Ländern mit variabel verzinslichen Hypothekarkrediten eine recht große Wirkung entfalten.¹³

¹³ Siehe A. Calza, T. Monacelli und L. Stracca, Housing finance and monetary policy, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 11, 2013, S. 101-122.

Abbildung C

Zinstragende Vermögenswerte der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)



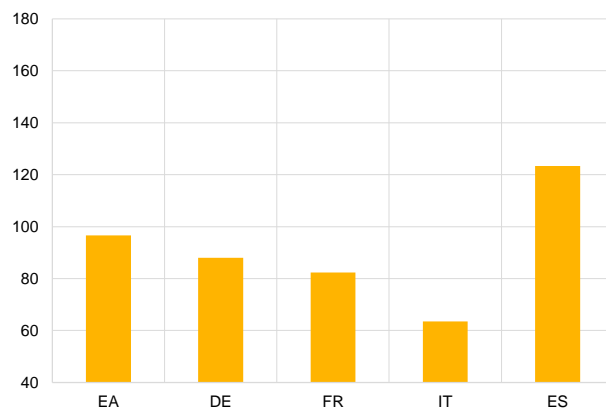
Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Zu den zinstragenden Vermögenswerten gehören Bargeld und Einlagen, Schuldverschreibungen und Kredite wie in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Durchschnittswert für den Zeitraum vom dritten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2015 (für Italien vom ersten Quartal 2012 bis zum vierten Quartal 2015) auf Basis von Vierquartalsummen.

Abbildung D

Verschuldung der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die Verschuldung der privaten Haushalte entspricht den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet ausgewiesenen Krediten. Durchschnittswert für den Zeitraum vom dritten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2015 (für Italien vom ersten Quartal 2012 bis zum vierten Quartal 2015) auf Basis von Vierquartalsummen.

Trotz der geringeren Zinseinkünfte der Nettosparer stützen die niedrigen Zinsen nach wie vor den privaten Konsum.

Niedrigere Zinssätze fördern in der Regel den Gegenwartskonsum durch die intertemporale Substitution des zukünftigen Konsums, da sich die Fremdfinanzierung verbilligt und die Bildung von Ersparnissen weniger lohnt. Weil ferner das durchschnittliche Nettozinseinkommen im Euroraum weitgehend unberührt geblieben ist, haben die niedrigeren Zinsen vornehmlich eine Ressourcenverteilung von Nettosparern zu Nettoschuldnern bewirkt. Da Nettoschuldner üblicherweise eine höhere marginale Konsumneigung als Nettosparer haben, wird der gesamtwirtschaftliche Konsum über den durch die niedrigeren Zinsen gebildeten Umverteilungskanal zusätzlich begünstigt.¹⁴

Niedrigere Zinsen fördern das Vermögen und das Einkommen der privaten Haushalte noch über andere Kanäle.

Privathaushalte sind tendenziell nicht nur Sparer, sie investieren auch in andere Vermögenswerte, für die sie nicht unbedingt Zinsen erhalten. Es gibt Belege dafür, dass die positiven Auswirkungen der niedrigeren Zinsen auf die Aktien- und Anleihekurse im Eurogebiet nicht unerheblich waren.¹⁵ Überdies haben die gesunkenen Finanzierungskosten nicht nur die Investitionen und den Konsum angekurbelt, sondern über eine höhere Beschäftigung auch das Einkommen der privaten Haushalte gestützt. Durch die Beibehaltung niedriger Zinsen hat die EZB zur Stimulierung der Nachfrage beigetragen, die erforderlich ist, um die Wirtschaft wieder auf den Pfad des Potenzialwachstums zurückzuführen, sodass letztlich die Zinsen wieder steigen können.

¹⁴ Siehe T. Jappelli und L. Pistaferri, Fiscal policy and MPC heterogeneity, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 6, Nr. 4, 2014, S. 107-136.

¹⁵ Siehe C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, November 2015.

Kasten 4

Verbesserte Aktualität der vierteljährlichen BIP-Schnellschätzung für das Euro-Währungsgebiet: erste Erfahrungswerte

Am 29. April 2016 veröffentlichte Eurostat erstmals eine vorläufige Schnellschätzung für das BIP im Euro-Währungsgebiet und in der EU mit einer Aktualität von 30 Tagen nach Ende des Referenzquartals (erstes Vierteljahr 2016). Damit wird einem seit Langem bestehenden Wunsch der Nutzer nach zeitnäheren Informationen über das Wirtschaftswachstum in Europa nachgekommen. Ziel ist es, einen Veröffentlichungskalender einzurichten, der eine Publikation der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 30, 60 bzw. 90 Tage nach Ende des Referenzquartals vorsieht. Darüber hinaus soll damit die Verpflichtung des Europäischen Statistischen Systems (ESS), den politischen Entscheidungsträgern verlässliche, vergleichbare und zeitnahe Statistiken zur Verfügung zu stellen, erfüllt werden.¹⁶ Die seit Mai 2003 verfügbare BIP-Schnellschätzung, die 45 Tage nach Ende des Berichtsquartals veröffentlicht wird, gilt als ein Zwischenschritt hin zu diesem Ziel.¹⁷ Diese Schnellschätzung dient der Beurteilung der Konjunktorentwicklung im Eurogebiet und leistet einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Analyse, zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen und den Kurzfristprognosen der EZB. Sie wird weiterhin so lange ergänzend von Eurostat veröffentlicht, bis die neue vorläufige BIP-Schnellschätzung besser etabliert ist und mehr Länder damit beginnen, ihre nationalen vorläufigen Schnellschätzungen herauszugeben. Keine dieser Schnellmeldungen enthält jedoch Angaben zu den Revisionen für vorangegangene Quartale, obwohl mit jeder neuen Datenveröffentlichung Korrekturen an der vorläufigen BIP-Schnellschätzung vorgenommen werden.

¹⁶ Siehe ESS, [The ESS Vision 2020](#), S. 5.

¹⁷ Anfänglich lieferten nur vier Länder des Euroraums (Deutschland, Griechenland, Italien und die Niederlande) nationale BIP-Schnellschätzungen nach 45 Tagen an Eurostat. Um das BIP für die fehlenden großen Euro-Länder zu schätzen, zog Eurostat verwandte Indikatoren heran. Bis zu einem gewissen Grad diente dies den Ländern als Grundlage, um selbst nationale Schnellmeldungen zu entwickeln. Hierbei spielten auch die verstärkte Nutzung statistischer Verfahren sowie der Erfahrungsaustausch zwischen den Ländern eine Rolle, obwohl die BIP-Schnellschätzungen nicht unter den Rechtsrahmen des ESVG 2010 fallen (und auch nicht unter das ESVG 95 fielen).

Die zugrunde liegende Methodik der vorläufigen BIP-Schnellschätzung für das Euro-Währungsgebiet (und die EU) entspricht jener, die bei der Erstellung der BIP-Schnellschätzung nach 45 Tagen zur Anwendung kommt.¹⁸

Die vierteljährliche Wachstumsrate des euroraumweiten BIP wird anhand nationaler Daten geschätzt, und zwar mittels Aggregation der länderspezifischen saison- und kalenderbereinigten Quartalsraten, wobei die Gewichte der nominalen jährlichen Euro-Länder-BIPs des Vorjahres zugrunde gelegt werden. Das BIP des Euro-Währungsgebiets wird dann ermittelt, indem die für das Eurogebiet geschätzte Wachstumsrate des laufenden Quartals auf das BIP-Niveau des Vorquartals angewendet wird. Auf diese Weise lässt sich auch das jährliche BIP-Wachstum ermitteln. Der wichtigste Unterschied zur BIP-Schnellschätzung nach 45 Tagen liegt in der Verfügbarkeit nationaler Daten für die Nutzer. Die meisten Euro-Länder veröffentlichen bisher noch keine Schnellschätzungen nach 30 Tagen, stellen sie aber Eurostat auf vertraulicher Basis zur Verfügung, damit Eurostat diese zur Berechnung der vorläufigen BIP-Schnellschätzungen für den Euroraum und die EU verwenden kann. Nur sechs Länder des Eurogebiets veröffentlichen derzeit BIP-Schnellmeldungen mit einer Aktualität von 30 Tagen, und zwar Belgien, Spanien, Frankreich, Lettland, Litauen und Österreich; auf sie entfielen im Jahr 2015 insgesamt 39 % des euroraumweiten BIP. Die vorläufige Schnellschätzung zum BIP des Euro-Währungsgebiets für das erste Quartal 2016 basierte auf den Daten von elf Euro-Ländern und deckte 94 % des gesamten BIP des Euroraums ab (davon wurden 55 % auf vertraulicher Basis bereitgestellt).¹⁹ Die nachstehende Tabelle gibt einen Überblick über die nationalen Gepflogenheiten bei der Veröffentlichung von BIP-Daten sowie darüber, inwieweit die rechtliche Anforderung des ESVG 2010, wonach Angaben 60 Tage nach Ende des Referenzquartals zur Verfügung zu stellen sind, erfüllt ist. Aus dieser Übersicht geht hervor, dass bei der Erstellung der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen gewisse Zielkonflikte im Hinblick auf Aktualität, Gliederungstiefe und Qualität bestehen, die bei der Analyse der Daten zu beachten sind.

¹⁸ Eine Erläuterung der Methodik findet sich in: Eurostat, [Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#), Statistisches Arbeitspapier, 2016. Damit wurde die Methodik für die Erstellung der [BIP-Schnellschätzung](#) mit einer Aktualität von 45 Tagen nach Ende des Referenzquartals im Jahr 2013 ersetzt.

¹⁹ Schätzung der EZB auf Basis von Eurostat-Informationen über die erste Veröffentlichung der vorläufigen [BIP-Schnellschätzung](#) und auf Basis der Eurostat-Pressemitteilung vom 29. April 2016.

Datenveröffentlichung zum BIP und seinen Komponenten im Rahmen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen

	Vorläufige BIP-Schnellschätzung (nach 30 Tagen)		BIP-Schnellschätzung (nach 45 Tagen)			Zweite BIP-Veröffentlichung (nach 60 Tagen)		
	BIP- Wachstum	BIP- Komponenten	BIP- Wachstum	BIP- Wachstum: Schätzung oder Revision?	BIP- Komponenten	Tag der Veröffentlichung	BIP- Wachstum: Schätzung oder Revision?	BIP- Komponenten
Belgien	Veröffentlichung	-	-	-	-	t+60	Revision	ja
Deutschland	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+54	Revision	ja
Estland	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+68	Revision	ja
Irland	-	-	-	-	-	t+70	Schätzung	ja
Griechenland	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+60	Revision	ja
Spanien	Veröffentlichung	-	-	-	-	t+55	Revision	ja
Frankreich	Veröffentlichung	ja	-	-	-	t+60	Revision	ja
Italien	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+65	Revision	ja
Zypern	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+68	Revision	ja
Lettland	Veröffentlichung	-	-	-	-	t+60	Revision	ja
Litauen	Veröffentlichung	-	-	-	-	t+60	Revision	ja
Luxemburg	-	-	-	-	-	t+85	Schätzung	ja
Malta	-	-	-	-	-	t+70	Schätzung	ja
Niederlande	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	ja	-	-	-
Österreich	Veröffentlichung	ja	-	-	-	t+60	Revision	ja
Portugal	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+60	Revision	ja
Slowenien	-	-	-	-	-	t+60	Schätzung	ja
Slowakei	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+68	Revision	ja
Finnland	-	-	Veröffentlichung	Schätzung	-	t+60	Revision	ja
Euro- Währungsgebiet	Veröffentlichung	-	Veröffentlichung	Revision	-	t+68	Revision	ja

Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der Websites der nationalen Statistikämter und von Eurostat.

Anmerkung: Die BIP-Schnellschätzungen beziehen sich auf Daten für das erste Quartal 2016, die zweite BIP-Veröffentlichung auf Angaben für das vierte Quartal 2015. Neben den in der Tabelle aufgeführten Veröffentlichungen geben manche Euro-Länder (z. B. Belgien und Frankreich) sowie einige Länder außerhalb des Euroraums (z. B. das Vereinigte Königreich) etwa drei Monate nach Ende des Referenzquartals noch eine dritte BIP-Schätzung heraus. Diese enthält Revisionen der vorangegangenen Schätzungen zum BIP und zu dessen Hauptaggregaten. Eurostat hat die dritte Aktualisierung der BIP-Datenbank für das Eurogebiet im September 2014 mit Inkrafttreten des ESVG 2010 eingestellt. Darüber hinaus können die Angaben zu den vierteljährlichen Sektorkonten (Vorabveröffentlichung nach etwa 110 Tagen und Veröffentlichung der endgültigen Daten zwei Wochen später) zu Revisionen bei der zweiten BIP-Veröffentlichung für den Euroraum führen; diese Daten sind derzeit jedoch nicht mit den vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet abgestimmt.

Die größte Schwierigkeit bei der auf nationaler Ebene durchgeführten BIP-Schnellschätzung nach 30 Tagen ergibt sich aus der begrenzten Verfügbarkeit von Ausgangsdaten für den dritten Monat des Quartals; bei der Berechnung des nationalen BIP in den nachfolgenden Schätzungen ist eine deutlich bessere Abdeckung gegeben. Bei den vorläufigen nationalen BIP-Schnellschätzungen wird der dritte Monat in der Regel geschätzt oder teilweise geschätzt, indem statistische Modellierungstechniken zum Einsatz kommen, die auf verfügbaren Monatsangaben (wie Konjunkturstatistiken, Branchenumfragen, Preisstatistiken und vorläufigen Schätzungen von Ausgangsdaten) beruhen. Für die BIP-Schnellschätzung werden auf nationaler Ebene ebenfalls verschiedene Schätzmethode herangezogen: direkte Ansätze (z. B. Autoregressive-Distributed-Lag-Modelle, dynamische Faktormodelle), indirekte Ansätze (zeitliche Disaggregationsverfahren), reine Prognosemodelle (Autoregressive-Integrated-Moving-Average-Modelle (ARIMA-Modelle), strukturelle Zeitreihenmodelle) oder multivariate Modelle (Vektorautoregression (VAR), strukturelle Modelle). Die Wahl hängt von der Verfügbarkeit der nationalen Ausgangsdaten für den dritten Monat – rund 28 Tage – nach dem Ende des Referenzquartals ab, wobei die gleichen

Aufbereitungsmethoden wie bei den regelmäßigen vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (die keine Schnellschätzung sind) anzuwenden sind, um Genauigkeit bzw. ein hohes Maß an Konsistenz mit den Endergebnissen sicherzustellen.

Es ist zwar noch zu früh, um beurteilen zu können, wie zuverlässig die neuen BIP-Schnellschätzungen für das Euro-Währungsgebiet sind, den Tests von Eurostat²⁰ zufolge haben sie jedoch die vorgegebenen empfohlenen Qualitätskriterien erfüllt. Die Tests haben Folgendes ergeben:²¹

- **unverzerrte Schätzung** des BIP-Wachstums im Euroraum bei der Schnellschätzung nach 45 Tagen mit einer durchschnittlichen Revision innerhalb von +/-0,05 Prozentpunkten und einer maximalen gleichgerichteten Korrektur von 66,7 %. Anhand dieses Kriteriums ergab sich eine durchschnittliche Revision für das Eurogebiet von 0,0 Prozentpunkten und eine entsprechend gleichmäßige Verteilung der Aufwärts- und Abwärtskorrekturen;
- **maximale durchschnittliche absolute Korrektur** für den Euroraum von 0,1 Prozentpunkten im Vergleich zur BIP-Schnellschätzung nach 45 Tagen bzw. 0,13 Prozentpunkten im Vergleich zu den etwa 65 Tage nach Ende des Referenzquartals veröffentlichten Angaben zum BIP-Wachstum. Das tatsächliche Ergebnis für das Eurogebiet lag in beiden Fällen bei 0,06 Prozentpunkten;
- **ausreichende Abdeckung** definitionsgemäß bei 70 % des gesamten BIP für das Euro-Währungsgebiet. Bei den in den Testschätzungen verwendeten Quartalen lag der Abdeckungsgrad im Durchschnitt bei 83 % des gesamten BIP für den Euroraum und erreichte in den letzten drei Quartalen durchweg 94 %.

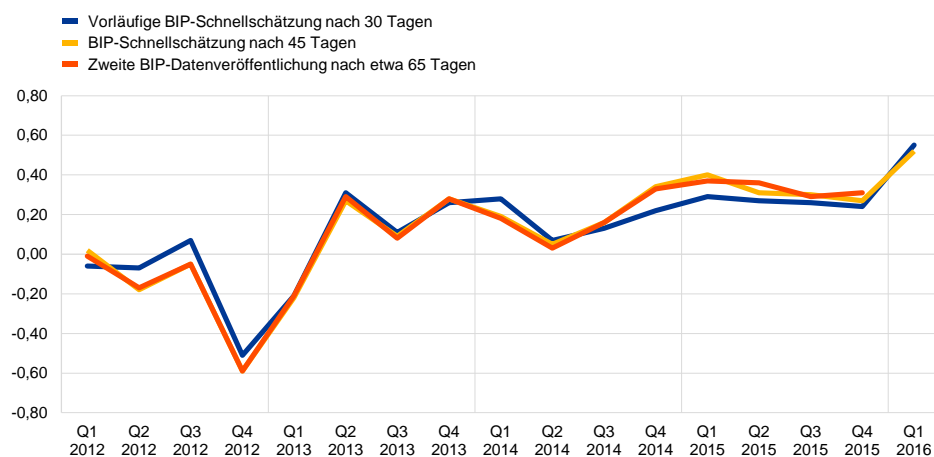
Bei der Untersuchung der Daten für das erste Quartal 2016 wies die vorläufige BIP-Schnellschätzung für das Euro-Währungsgebiet ein vierteljährliches Wachstum von 0,55 % aus, das mit der Veröffentlichung der BIP-Schnellschätzung nach 45 Tagen um 0,03 Prozentpunkte auf 0,52 % nach unten korrigiert wurde. Ursächlich hierfür dürften im Wesentlichen zwei Faktoren gewesen sein: erstens Revisionen aufgrund besserer nationaler Ausgangsdaten und zweitens ein geringfügig höherer Abdeckungsgrad des Euroraums (97 % des BIP im Eurogebiet).

²⁰ Die Testschätzungen für das Euro-Währungsgebiet wurden in den letzten zwei Jahren sowohl für die vierteljährlichen als auch für die jährlichen Wachstumsraten auf Basis von Echtzeittests über acht Quartale im Zeitraum vom ersten Quartal 2014 bis zum vierten Quartal 2015 bzw. von „rekonstruierten“ Schätzungen über acht Quartale im Zeitraum vom ersten Quartal 2012 bis zum vierten Quartal 2013 durchgeführt.

²¹ Siehe Eurostat, [Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#), Statistisches Arbeitspapier, 2016.

Revisionen des BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

(vierteljährliche Wachstumsraten; kalender- und saisonbereinigte verkettete Volumenindizes)



Quelle: Eurostat.

Die verbesserte Aktualität der Schätzungen des vierteljährlichen BIP-Wachstums für den Euroraum, d. h. die Verkürzung von 45 Tagen auf 30 Tage nach Ende des Referenzquartals, ist ein wichtiger Schritt für die politischen Entscheidungsträger. Verschiedene Prozesse zur Vorbereitung der Geldpolitik, wie etwa gesamtwirtschaftliche Projektionen und analytische Bewertungen, profitieren davon. Die frühzeitigere Verfügbarkeit von Informationen zur Entwicklung des BIP im Euroraum und in den Ländern des Eurogebiets ermöglicht eine tiefer gehende Analyse der Auswirkungen dieser Entwicklung auf den kurzfristigen Ausblick.

Kasten 5

Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2016

Am 18. Mai 2016 veröffentlichte die Europäische Kommission ihren Vorschlag für die länderspezifischen Empfehlungen zur Wirtschafts- und Finanzpolitik aller EU-Mitgliedstaaten (mit Ausnahme Griechenlands), der auch Empfehlungen zur Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) enthält. Die länderspezifischen Empfehlungen sollen am 17. Juni von den Wirtschafts- und Finanzministern angenommen und am 28./29. Juni vom Europäischen Rat verabschiedet werden.²² Ziel der finanzpolitischen Empfehlungen des Rates ist es, die Einhaltung des SWP sicherzustellen. Sie enthalten daher Stellungnahmen zu den aktualisierten Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen, die bis Mitte April von den Regierungen der betreffenden Mitgliedstaaten an die Europäische Kommission und den Rat zu übermitteln waren. Die im Rahmen des Europäischen Semesters 2016 abgegebenen länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik müssen nun Eingang in die der Euro-Gruppe und der Kommission bis Mitte Oktober dieses Jahres vorzulegenden Übersichten über die Haushaltsplanung 2017 finden. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Kasten mit den finanzpolitischen Empfehlungen an jene 18 Euro-Länder, die keinem Anpassungsprogramm unterliegen.

In ihrer Frühjahrsprognose 2016 rechnet die Europäische Kommission damit, dass der fiskalische Kurs 2016-2017 auf Ebene des gesamten Euro-Währungsgebiets leicht expansiv sein wird.²³ Hierin zeigt sich einerseits, dass Staaten, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel bereits erfüllt haben (allen voran Deutschland), einen Teil ihres fiskalischen Spielraums nutzen. Andererseits ist zu beobachten, dass eine beträchtliche Anzahl an Ländern mit teilweise hohen öffentlichen Schuldenständen ihren nach dem SWP bestehenden strukturellen Konsolidierungsverpflichtungen nicht in ausreichendem Umfang nachkommt (siehe die Tabelle).

Dementsprechend stellt die Kommission in ihren länderspezifischen Empfehlungen fest, dass viele Euro-Mitgliedstaaten Gefahr laufen, die strukturellen Konsolidierungsanforderungen des SWP nicht einzuhalten. Der Frühjahrsprognose 2016 der Europäischen Kommission zufolge wird keines der Länder, die 2015 den Referenzwert für die Defizitquote von 3 % überschritten haben (Portugal, Spanien und Frankreich), im Zeitraum 2016-2017 eine strukturelle

²² Mit der Verabschiedung der länderspezifischen Empfehlungen durch den Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) am 12. Juli 2016 findet das Europäische Semester 2016 seinen formalen Abschluss.

²³ Das Konzept des Fiskalkurses ist Gegenstand eines Aufsatzes im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Konsolidierung vorweisen können (d. h. eine Verringerung des Haushaltsdefizits unter Ausklammerung von konjunkturellen Einflüssen und Einmaleffekten). Zudem wird erwartet, dass die der präventiven Komponente des SWP unterliegenden Länder deutlich hinter ihren strukturellen Anpassungsanforderungen zurückbleiben werden, obschon diese für einige Staaten erheblich gesenkt wurden. So ermöglicht es eine kürzlich geschlossene Vereinbarung zur Operationalisierung der im Falle von Strukturreformen vorgesehenen Flexibilität des SWP²⁴, den Mitgliedstaaten durch Herabsetzung der strukturellen Konsolidierungsanforderungen mehr Zeit für die Erreichung ihres mittelfristigen Haushaltsziels einzuräumen, wenn sie Struktur- und Rentenreformen umsetzen und zusätzliche Investitionen tätigen.²⁵ Für einige Länder wurden die strukturellen Anpassungsanforderungen noch weiter abgesenkt, um ihrer Haushaltsbelastung aufgrund der Aufnahme von Flüchtlingen und erhöhter Sicherheitsausgaben Rechnung zu tragen. Insgesamt hat die eingeräumte Flexibilität dazu geführt, dass von den Staaten geringere Fortschritte bei der Annäherung an ihr mittelfristiges Haushaltsziel verlangt werden, nämlich 2016 durchschnittlich nur noch -0,1 % des BIP statt 0,5 % des BIP.²⁶ Dennoch dürften die unter die präventive Komponente fallenden Länder, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel bislang nicht erreicht haben, selbst hinter diesen reduzierten Anforderungen zurückbleiben, da sich ihre expansive Haushaltspolitik in einer durchschnittlichen Veränderung des strukturellen Saldos im Umfang von -0,3 % des BIP niederschlägt. Somit verzögert sich die Erfüllung der mittelfristigen Haushaltsziele noch weiter, und das einzigartige Zeitfenster für die Rückkehr zu soliden öffentlichen Finanzen, das sich aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen bietet, bleibt ungenutzt.²⁷

Die haushaltspolitischen Empfehlungen an die einzelnen Länder unterscheiden sich somit je nach verfügbarem fiskalischem Spielraum. Von Mitgliedstaaten, deren strukturelle Anpassung nicht ausreichen dürfte, um ihre Verpflichtungen nach dem SWP zu erfüllen, wird die Umsetzung weiterer Maßnahmen zur Einhaltung der Anforderungen verlangt. Ferner erhalten Länder, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben und auch weiterhin eine Schuldenquote von über 60 % aufweisen dürften (Belgien, Frankreich, Spanien, Italien, Irland, Portugal und Finnland), die Empfehlung, die unerwarteten Einsparungen infolge künftig niedrigerer Zinsausgaben für den Abbau ihrer Haushaltsdefizite zu verwenden. Was die Staaten betrifft, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel bereits erfüllt haben, so wird Deutschland empfohlen, für einen nachhaltigen Anstieg der öffentlichen Investitionen, insbesondere in den Bereichen Infrastruktur, Bildung, Forschung und Innovationsförderung, zu sorgen. Die Niederlande sollen indes den Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen im Rahmen ihrer öffentlichen Ausgaben mehr Gewicht verleihen.

²⁴ Siehe hierzu den gemeinsamen Standpunkt des Wirtschafts- und Finanzausschusses zur Flexibilität im Stabilitäts- und Wachstumspakt, abrufbar unter <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>

²⁵ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

²⁶ Ausgenommen hiervon sind die Länder, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel bereits erreicht haben.

²⁷ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

Strukturelle Konsolidierungsanforderungen gemäß SWP für den Zeitraum 2016-2017

(in Prozentpunkten des BIP)

	Strukturelle Anpassung 2016	Strukturelle Konsolidierungsanforderung 2016 gemäß SWP	Nachrichtlich: strukturelle Konsolidierungsanforderung 2016 gemäß SWP (ohne Flexibilität)	Strukturelle Anpassung 2017	Strukturelle Konsolidierungsanforderung 2017 gemäß SWP
Präventiver Teil					
Belgien	0,3	0,3	0,6	0,2	0,6
Deutschland	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0
Estland	-0,5	0,0	0,0	-0,3	0,0
Irland	0,2	0,6	0,6	1,0	0,6
Italien	-0,7	-0,35	0,5	0,0	0,6
Zypern	-1,3	0,0	0,0	-0,9	0,0
Lettland	0,3	0,3	0,8	0,0	-0,1
Litauen	-0,8	-0,7	0,0	0,4	0,1
Luxemburg	-0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0
Malta	0,7	0,6	0,6	0,4	0,6
Niederlande	-0,6	-0,2	0,0	0,3	0,6
Österreich	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	0,0
Slowenien	0,2	0,5	0,6	-0,4	0,6
Slowakei	0,2	0,25	0,25	0,6	0,5
Finnland	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,6
Korrektiver Teil					
Portugal (2015)	-0,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Spanien (2016)	-0,2	1,2	1,2	-0,1	0,6
Frankreich (2017)	0,0	0,8	0,8	-0,2	0,9

Quellen: Frühjahrsprognose 2016 der Europäischen Kommission und länderspezifische Empfehlungen.

Anmerkung: Eine Konsolidierungsanforderung von null bedeutet, dass das betreffende Land sein mittelfristiges Haushaltsziel zu Beginn des angegebenen Jahres bereits erfüllt hatte. Bei den in der zweiten und der letzten Spalte aufgeführten strukturellen Konsolidierungsanforderungen im Rahmen des SWP handelt es sich um die ggf. reduzierten Anforderungen, die für einige Mitgliedstaaten aufgrund von Strukturreformen, öffentlichen Investitionen und Rentenreformen sowie der Aufnahme von Flüchtlingen und zusätzlicher Sicherheitsausgaben festgesetzt wurden. Die Jahreszahlen in Klammern beziehen sich auf das Ende der Frist im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit.

Am 18. Mai 2016 veröffentlichte die Europäische Kommission auch Empfehlungen zur Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Sie

empfohl, das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gegen Irland und Slowenien nach fristgerechter Korrektur bis Ende 2015 und gegen Zypern ein Jahr vor der 2016 ablaufenden Frist einzustellen. In den nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV erstellten Berichten untersuchte die Kommission die Verletzung des Schuldenstandskriteriums durch Belgien, Italien und Finnland im Jahr 2015 und entschied sich gegen eine Verfahrenseröffnung. Bei Finnland wird die Überschreitung des Referenzwerts von 60 % des BIP um 3,1 % des BIP mit mildernden einschlägigen Faktoren wie der finanziellen Unterstützung anderer Euro-Mitgliedstaaten zur Wahrung der Finanzstabilität und dem negativen Einfluss des Konjunkturzyklus begründet. In den Länderberichten zu Belgien und Italien verweist die Kommission ebenfalls auf einschlägige Faktoren, darunter a) die Erfüllung der im präventiven Teil des SWP geforderten strukturellen Anpassung, b) eine die Einhaltung der Schuldenregel erschwerende ungünstige Konjunkturlage (d. h. schwaches Wachstum und niedrige Inflation) und c) die Umsetzung wachstumsfördernder Strukturreformen. Die Erfüllung der nach der präventiven Komponente bestehenden Verpflichtungen für den Zeitraum 2016-2017 wurde dabei auf Grundlage reduzierter Konsolidierungsanforderungen im Rahmen der Flexibilität des SWP beurteilt, um zusätzlichen

Haushaltsbelastungen durch die Aufnahme von Flüchtlingen und höhere Sicherheitsausgaben Rechnung zu tragen. Darüber hinaus wurde Italien noch weitere Flexibilität aufgrund von Strukturreformen und Investitionen zugestanden, sodass die bereits gesenkte strukturelle Konsolidierungsanforderung 2016 von 0,5 % des BIP nochmals auf -0,35 % des BIP gelockert wurde – auch weil das Land sich auf eine weitgehende Einhaltung des SWP im Jahr 2017 verpflichtete. Im Herbst wird die Kommission die Rückkehr auf den Anpassungspfad in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels anhand der Haushaltsplanung für das nächste Jahr überprüfen. Bei der Beurteilung der Einhaltung der Schuldenregel fanden weder frühere Verfehlungen des Konsolidierungsziels als erschwerender Faktor Berücksichtigung, noch wurde der Einfluss der einschlägigen Faktoren umfassend quantifiziert, um die Abweichung von der Schuldenregel vollständig zu erklären.²⁸

Des Weiteren riet die Europäische Kommission in ihren länderspezifischen Empfehlungen dazu, die Fristen im Defizitverfahren gegen Portugal und Spanien jeweils um ein Jahr bis 2016 bzw. 2017 zu verlängern und die strukturelle Konsolidierungsanforderung 2016 auf 0,25 % des BIP festzulegen. Hierbei ist zu beachten, dass die länderspezifischen Empfehlungen auf der Grundlage der Artikel 121 und 148 AEUV abgegeben werden, während die Beschlüsse des Rates zum Defizitverfahren auf Artikel 126 AEUV beruhen. Ferner wurde die Prüfung, ob die Fristverlängerungen mit einer Verfahrensverschärfung und möglichen Sanktionen verknüpft werden sollten, auf Anfang Juli verschoben, obschon der Rat gemäß Artikel 10 Absatz 3 der Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates²⁹ gehalten ist, bei ausgebliebener Korrektur eines übermäßigen Defizits unverzüglich zu handeln. Darüber hinaus deckt sich die empfohlene strukturelle Konsolidierung von 0,25 % des BIP nicht mit der in Artikel 3 Absatz 4 der vorgenannten Verordnung festgelegten Anpassung von „mindestens 0,5 % des BIP“.

Im Fall Maltas gab die Kommission keine Empfehlung, ein Verfahren wegen einer erheblichen Abweichung von den Verpflichtungen der präventiven Komponente des SWP zu eröffnen, obwohl sie in ihrer Frühjahrsprognose 2016 für das Jahr 2015 signifikante Abweichungen von der strukturellen Konsolidierungsanforderung sowie von der Ausgabenregel festgestellt hatte.

Um die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Ordnungsrahmens sicherzustellen, ist es besonders wichtig, dass seine Anwendung rechtlich fundiert, transparent sowie im Zeitablauf und länderübergreifend einheitlich ist. Als Lehre aus der Krise wurde das finanzpolitische Regelwerk der EU in den Jahren 2011 und 2013 deutlich verbessert. Von besonderer Relevanz ist hier die Erweiterung des SWP um eine Schuldenregel im korrektiven Teil und um das Verfahren bei erheblicher Abweichung im präventiven Teil (welches zur Gewährleistung hinreichender Fortschritte auf dem Weg zum mittelfristigen Haushaltsverfahren beitragen soll). Ebenso sollen die Änderungen der Beschlussfassungsverfahren die Europäische Kommission vor politischer

²⁸ Siehe EZB, Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

²⁹ Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit.

Einflussnahme schützen und den Automatismus bei der Anwendung von Regeln und Sanktionen erhöhen. Damit diese Verbesserungen ihre volle Wirkung entfalten können, muss der SWP vollständig, transparent und einheitlich angewandt werden. Die Vorgehensweise bei der Umsetzung des SWP im Rahmen des Europäischen Semesters 2016 hat eine Reihe von Fragen aufgeworfen, denen nachgegangen werden muss.

Aufsatz

Die Rolle der nichtmonetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet bei der Finanzintermediation

Im Zuge der nur zögerlichen Erholung der Kreditvergabe durch die Banken im Gefolge der globalen Finanzkrise haben die nichtmonetären Finanzinstitute (Nicht-MFIs) ihren Anteil an der Finanzintermediation im Euro-Währungsgebiet ausgebaut. So haben sie dazu beigetragen, die Auswirkungen der Finanz- und der Staatsschuldenkrise auf die Wirtschaft des Euroraums abzufedern. Diese Verlagerung der Finanzintermediation auf Institute, die keine Banken sind, kann indes Implikationen für die geldpolitische Transmission haben. Insbesondere die Unterschiede bei den Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften scheinen einigen Nicht-MFIs Anreize zu bieten, ihre Risikopositionen schneller als Banken an die veränderten Konjunktur- und Finanzzyklen anzupassen, was den geldpolitischen Transmissionsprozess beschleunigt. Der Einfluss anderer Sektoren, wie beispielsweise institutioneller Anleger mit langfristigem Anlagehorizont, kann hingegen stabilisierend wirken. In diesem Zusammenhang muss die wachsende Bedeutung der Nicht-MFIs, die geringeren regulatorischen und aufsichtlichen Anforderungen unterliegen, im Hinblick auf ihre potenziellen Auswirkungen auf die Transmission der Geldpolitik untersucht werden. Zudem muss auch das Zusammenspiel aller Finanzintermediäre aus geldpolitischer Sicht überwacht werden.

1 Einleitung

Vor dem Hintergrund der nur langsam verlaufenden Erholung der Kreditvergabe durch monetäre Finanzinstitute (MFIs) entfällt seit dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise ein zunehmender Teil der Finanzintermediation im Euro-Währungsgebiet auf Institute, die nicht dem MFI-Sektor angehören.¹ Von Ende 2008 bis zum vierten Quartal 2015 erhöhten die Nicht-MFIs ihren Anteil an den von finanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet gehaltenen finanziellen Aktiva von 42 % auf 57 %.² Sie haben so zur Kanalisierung von Finanzmitteln in die verschiedenen Sektoren einer Volkswirtschaft beigetragen,

¹ Zu den MFIs im Euroraum zählen Kreditinstitute, Geldmarktfonds und das Eurosystem.

² Die Prozentsätze basieren auf dem Gesamtbestand der vom Finanzsektor insgesamt und seinen Teilsektoren gehaltenen finanziellen Aktiva und spiegeln somit nicht nur das reine Wachstum, sondern auch Neubewertungseffekte und statistische Reklassifizierungen zwischen den beiden Vergleichspunkten wider. Die vom Eurosystem gehaltenen Finanzaktiva sind in diesen Zahlen nicht berücksichtigt.

in der traditionell vor allem die Banken als Finanzintermediäre bzw. finanzielle Mittler fungierten.³

Das Zusammenwirken konjunktureller und struktureller Faktoren kann als eine der Haupttriebfedern dieser Verlagerung angesehen werden. Die Kreditvergabe durch die Banken im Euro-Währungsgebiet wurde durch die Auswirkungen der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum erheblich beeinträchtigt. Das verringerte Kreditangebot der Banken ist eine der Ursachen für die zunehmende Bedeutung der Intermediation der Nicht-MFIs. Diese Entwicklung wurde zugleich durch das niedrige Zinsniveau im Gefolge der Finanzkrise sowie längerfristige strukturelle Faktoren, darunter demografische Trends und die Bevölkerungsalterung, unterstützt. Diese Faktoren führten zu einem vermehrten Absatz von Produkten, die von Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen (VGPEs) angeboten werden, sowie zu höheren Mittelzuflüssen in Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), da die Renditen bestehender Altersversorgungsverträge hinter den gesetzten Zielen zurückblieben. Darüber hinaus könnte die Übernahme einiger Intermediationsaufgaben durch Nicht-MFIs auch auf regulatorische Arbitrage zurückzuführen sein.

Strukturelle Veränderungen bei der Finanzintermediation im Euro-Währungsgebiet, wie zum Beispiel die Verlagerung von Aktivitäten der MFIs auf Nicht-MFIs, wirken sich auf die geldpolitische Transmission aus. Die meisten Transmissionskanäle der Geldpolitik beeinflussen die Art und Weise, wie Finanzintermediäre der Wirtschaft Finanzmittel zur Verfügung stellen. Vor diesem Hintergrund spielen die Banken weiterhin eine zentrale Rolle im Euroraum. Mit der wachsenden Bedeutung der Nicht-MFIs steigt jedoch auch deren Relevanz für die Übertragung monetärer Impulse. In dieser Funktion können Nicht-MFIs anders auf Änderungen des geldpolitischen Kurses reagieren als Banken und damit andere Mechanismen in Gang setzen, mit denen sich die Geldpolitik über die Finanzmärkte und die Bilanzen der Intermediäre auf die Realwirtschaft auswirkt.

Durch einige Nicht-MFIs kann die geldpolitische Transmission beschleunigt werden. Vor allem die dem Sektor der sonstigen Finanzinstitute (SFIs) zuzurechnenden Unternehmen reagieren unter Umständen schneller auf geldpolitische Maßnahmen und Änderungen der wirtschaftlichen und finanziellen Aussichten als Banken. Das bedeutet auch, dass sie ihre Aktivitäten in Krisenzeiten schneller zurückfahren. Zum Teil hängt dies damit zusammen, dass einige Nicht-MFIs weniger strengen regulatorischen und aufsichtlichen Vorschriften unterliegen. Im Gegensatz dazu halten Banken als Einlageninstitute Mindestreserven bei ihren jeweiligen Zentralbanken und agieren als direkte Geschäftspartner bei geldpolitischen Geschäften. Daher greift bei Banken im Allgemeinen ein öffentlicher Sicherungsmechanismus (Letztsicherungsvorkehrung oder „Public Backstop“), der mit umfassenden regulatorischen und aufsichtlichen Anforderungen einhergeht.

³ Die Begriffe „MFI“ und „Bank“ werden im vorliegenden Aufsatz synonym verwendet.

Für die Geldpolitik sind Kenntnisse über Trends und Entwicklungen im Nicht-MFI-Sektor des Euro-Währungsgebiets somit von zentraler Bedeutung.

Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 gibt einen kurzen Überblick über wissenschaftliche Erkenntnisse zur Bedeutung des Nicht-MFI-Sektors für die geldpolitische Transmission. In Abschnitt 3 wird die Rolle der Nicht-MFIs im Finanzsystem des Eurogebiets beschrieben und analysiert, während sich Abschnitt 4 mit den bei den einzelnen Untergruppen der Nicht-MFIs im Euroraum vorherrschenden Trends befasst. Die Abschnitte 3 und 4 enthalten jeweils auch Beispiele für Entwicklungen, die sich auf die Transmission der Geldpolitik auswirken und auf die in Abschnitt 2 dargelegten Feststellungen bezogen sind. In Abschnitt 5 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

2 Die Bedeutung der Nicht-MFIs für die geldpolitische Transmission – Überblick über die einschlägige Literatur

Die Geldpolitik übt über verschiedene Sektoren und Übertragungskanäle Einfluss auf die Wirtschaft aus.

Diese Kanäle wirken zumeist darüber, dass sie die Entscheidungen der Finanzintermediäre, die Finanzmittel für die finanziellen und nichtfinanziellen Sektoren einer Volkswirtschaft bereitstellen und ihnen Anlagemöglichkeiten bieten, beeinflussen. Im Euroraum sind die MFIs – zu denen Banken und Geldmarktfonds zählen – die wichtigsten Anbieter von Finanzdienstleistungen für die Wirtschaft und spielen daher eine wesentliche Rolle für die geldpolitische Transmission. Mit der zunehmenden Bedeutung der Nicht-MFIs im Finanzsektor steigt jedoch auch ihre Relevanz für die Übertragung der geldpolitischen Impulse. Nicht-MFIs umfassen Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), sonstige Finanzinstitute ohne VGPEs (einschließlich finanzieller Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften – FMKGs), Unternehmen, die Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten ausüben, firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber sowie VGPEs (eine detaillierte Beschreibung der Nicht-MFIs gemäß dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 findet sich in Kasten 1).

Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und der entsprechenden rechtlichen und aufsichtlichen Anforderungen reagieren Nicht-MFIs anders auf geldpolitische Impulse als Banken.

Letztere unterliegen als Einlageninstitute in der Regel einer strengen Regulierung und müssen bestimmte Kapital- und Liquiditätsanforderungen erfüllen. Sie bilden zusammen mit den Geldmarktfonds (die Einlagensubstitute im engeren Sinne anbieten) und den Zentralbanken den MFI-Sektor, der die Aufgabe der Geldschöpfung (Innen- bzw. Außengeld) wahrnimmt. Der MFI-Sektor wurde somit traditionell als natürlicher Ausgangspunkt für die Analyse des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in bankbasierten Finanzsystemen angesehen. Zugleich haben Banken als Einlageninstitute, die einer Mindestreservepflicht unterliegen, in Stressphasen Zugang zu Notfall-Liquiditätshilfen ihrer jeweiligen Zentralbank. Ferner wird bei Insolvenz einer Bank ein geordneter Abwicklungsprozess eingeleitet, der auch öffentliche Hilfen in Form von Public Backstops beinhalten kann. Bei Nicht-MFIs handelt es sich um

Finanzintermediäre, die ebenfalls Fristen- und Liquiditätstransformation betreiben sowie Kreditrisiken übertragen können, für gewöhnlich aber keinen Zugang zu Public Backstops oder Zentralbankliquidität haben.

Die Mechanismen der geldpolitischen Transmission waren in den letzten Jahrzehnten Gegenstand umfassender Analysen und empirischer Untersuchungen.

Dabei stand – vor allem in den Anfangsjahren – die Rolle der Aktiva und Passiva der Banken im Vordergrund, welche die wichtigste Quelle der Fremdfinanzierung für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Eurogebiet darstellten. Die Betrachtung einiger der in diesen Studien betrachteten Mechanismen gewährt jedoch auch einen Einblick in Prozesse, an denen Nicht-MFI-Sektoren in unterschiedlichem Maße beteiligt sind.

Die geldpolitischen Transmissionskanäle umfassen im Allgemeinen einen Zinskanal (oder Kapitalkostenkanal), einen breiten Kreditkanal und einen Risikoneigungskanal.⁴

Zwar sind diese drei Kanäle sowohl bei MFIs als auch bei Nicht-MFIs potenziell wirksam, doch können sich Unterschiede hinsichtlich des Tempos und Umfangs der Weitergabe der geldpolitischen Impulse ergeben. Ursächlich hierfür sind z. B. mögliche Wechselwirkungen zwischen den für die einzelnen Finanzintermediäre jeweils geltenden regulatorischen und aufsichtlichen Rahmenbedingungen. Die Transmission der Geldpolitik kann sich insbesondere aufgrund der Beteiligung weniger stark regulierter – und daher flexiblerer – Finanzintermediäre aus dem Nichtbankenbereich beschleunigen,⁵ denn solche Institute können ihre Risikopositionen schneller an veränderte Finanzierungsbedingungen anpassen.⁶

Einige Nicht-MFIs scheinen schneller auf veränderte Konjunktur- und Finanzzyklen zu reagieren als Banken.

Verschiedene Studien haben gezeigt, dass der Fremdkapitaleinsatz von Wertpapiermaklern und -händlern prozyklisch verläuft und an Änderungen des geldpolitischen Kurses gekoppelt ist. Eine straffere Geldpolitik verringert tendenziell die Risikobereitschaft von Broker-Dealern und führt damit zu einer höheren Risikobewertung.⁷ Mit Blick auf andere Intermediäre ging aus einigen Studien hervor, dass VGPEs als langfristige Anleger grundsätzlich besser in der Lage sind, kurzfristige Marktvolatilität außer Acht zu lassen und antizyklisch zu agieren.⁸ Zugleich sind solche institutionellen Anleger in hohem Maße auf stabile

⁴ Eine ausführliche Darstellung dieser Kanäle findet sich in: EZB, Geldpolitik und Kreditangebot im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2009.

⁵ VGPEs sowie Investmentfonds unterliegen regulatorischen Anforderungen, durch welche die Versicherungsnehmer geschützt werden. Der wesentliche Unterschied zwischen ihnen und dem Bankensektor besteht darin, dass die Banken Zugang zu Zentralbankliquidität haben und staatliche Garantien für die Sicherung der Bankeinlagen bestehen.

⁶ Eine Erörterung der Veränderungen der geldpolitischen Transmission im Euro-Währungsgebiet findet sich in: Deutsche Bundesbank, Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht März 2014, und in: G. Beck, H.-H. Kotz und N. Zabelina, Lost in translation? ECB's monetary impulses and financial intermediaries' responses, White Paper des SAFE, Nr. 36, April 2016.

⁷ Siehe insbesondere T. Adrian und H. S. Shin, Liquidity and Leverage, in: Journal of Financial Intermediation, 19 (3), Juli 2010, S. 418-437, sowie T. Adrian und H. S. Shin, Proccyclical Leverage and Value-at-Risk, in: Review of Financial Studies, 27(2), Februar 2014, S. 373-403.

⁸ Siehe beispielsweise Procyclicality and structural trends in investment allocation of insurance corporations and pension funds, Diskussionspapier der Bank of England und der Procyclicality Working Group, Juli 2014.

Erträge aus festverzinslichen Vermögenswerten angewiesen und reagieren nachweislich relativ stark auf Zinsänderungen. So streben Versicherungsgesellschaften, die große Wertpapierbestände halten, tendenziell nach möglichst hohen Renditen, indem sie sich – bezogen auf die Vermögenswerte, die den für sie geltenden regulatorischen Vorschriften entsprechen – systematisch für risikoreichere Anlagen entscheiden.⁹ Bei niedrigen Zinsen scheint sich dies zu verstärken. Gleichzeitig sind sie aufgrund der langen Anlagehorizonte jedoch widerstandsfähiger gegenüber plötzlichen Leitzinsänderungen. Im Hinblick auf Investmentfonds deutet die verfügbare Evidenz im Ergebnis darauf hin, dass niedrigere Realzinsen zu Portfolioumschichtungen zugunsten risikoreicherer Vermögenswerte führen – weg vom Geldmarkt hin zum riskanteren Aktienmarkt –, was sich in einem starken Anstieg der Aktienkurse in Ländern mit hoher Präferenz für heimische Wertpapiere niederschlägt.¹⁰

Die vorliegenden Studien lassen insgesamt darauf schließen, dass die wachsende Bedeutung der Nicht-MFIs im Finanzsektor zu einer etwas schnelleren Übertragung monetärer Schocks vor allem über den Risikoneigungskanal führen könnte. Zugleich geht aus den jüngsten historischen Analysen hervor, dass sich die Kreditentwicklung ab Anfang der 1970er-Jahre von der Entwicklung der weit gefassten Geldmenge abkoppelte, als nicht dem Bankensektor zuzurechnende Finanzintermediäre in einigen Ländern eine zunehmend wichtige Rolle bei der Kreditintermediation spielten – eine Tendenz, die im Euro-Währungsgebiet jedoch weniger ausgeprägt war.¹¹ Dementsprechend wurde festgestellt, dass die Beteiligung von Nicht-MFIs größere zeitliche Schwankungen im Hinblick auf die Umlaufgeschwindigkeit von Geld und Kredit zur Folge hat und damit eine größere Instabilität bei der Transmission der Geldpolitik mit sich bringen kann.¹² Allgemeiner gesagt beeinflusst die wachsende Rolle der Nicht-MFIs die relative Bedeutung der verschiedenen Kanäle der geldpolitischen Transmission.

⁹ Siehe B. Becker und V. Ivashina, Reaching for Yield in the Bond Market, in: Journal of Finance, Bd. 70, Nr. 5, Oktober 2015, S. 1863-1902.

¹⁰ Siehe H. Hau und S. Lai, Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone, in: Journal of Financial Economics, erscheint in Kürze. In verschiedenen Analysen wurde auch untersucht, inwieweit die Geldpolitik die Anlageentscheidungen von Geldmarktfonds beeinflusst. Die Daten basieren auf Angaben von US-amerikanischen Geldmarktfonds, die aufgrund ihrer Größe bedeutende Liquiditätsgeber sind. Bedingt durch ihren regulatorischen Rahmen – einschließlich der jüngsten Änderungen, die in den kommenden Monaten implementiert werden – scheinen diese Intermediäre nur wenig Spielraum für die Übertragung von Risiken zu haben (siehe G. Chodorow-Reich, Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions, Brookings Papers on Economic Activity (Frühjahr), 2014, S. 155-204, sowie G. La Spada, Competition, Reach for Yield, and Money Market Funds, Staff Reports, Nr. 753, Federal Reserve Bank of New York, Dezember 2015).

¹¹ Siehe M. Schularick und A. M. Taylor, Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008, in: American Economic Review, 102(2), S. 1029-1061, 2012.

¹² Siehe T. Adrian und N. Liang, Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability, Staff Reports, Nr. 690, Federal Reserve Bank of New York, September 2014.

Kasten 1

Finanzinstitute gemäß dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) 2010

Die Finanzierungsrechnung bildet die Grundlage für die Analyse des Finanzsektors. Sie liefert eine umfassende Darstellung der Finanzpositionen, der finanziellen Transaktionen und der sonstigen Mittelströme innerhalb einer Volkswirtschaft. In der Europäischen Union wird die Finanzierungsrechnung anhand der im ESVG 2010 sowie in der EZB-Leitlinie über die vierteljährliche Finanzierungsrechnung niedergelegten Konzepte und Definitionen erstellt; so ist eine einheitliche Erfassung innerhalb des Euro-Währungsgebiets und die Vergleichbarkeit der einzelnen Länder gewährleistet.¹³

Das ESVG 2010 definiert den Finanzsektor in einer breiten Herangehensweise als Gesamtheit aller institutionellen Einheiten, deren Haupttätigkeit in der Erbringung von Finanzdienstleistungen besteht.¹⁴ Neben finanziellen Mittlern umfasst diese Definition auch Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber. Unternehmen, die Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten ausüben, erleichtern Finanztransaktionen zwischen Dritten, z. B. durch Makler- oder Berateraktivitäten, ohne selbst im rechtlichen Sinn Gegenpartei zu werden. Somit gehen sie selbst kein Risiko ein, und ihre finanziellen Positionen sind in der Regel begrenzt. Firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber sind laut Definition institutionelle Einheiten, deren Forderungen oder Verbindlichkeiten meist nicht am freien Markt gehandelt werden. Hierzu zählen beispielsweise Zweckgesellschaften, die sich am freien Markt Mittel beschaffen (etwa durch die Begebung von Schuldverschreibungen), diese jedoch ausschließlich der Muttergesellschaft bereitstellen. Trusts und Kapitalgeber hingegen können Mittel einzelner Privathaushalte oder Kapitalgesellschaften hereinnehmen und an den Finanzmärkten anlegen.

Die finanziellen Mittler werden nach der Art der gewährten Finanzierung in Teilsektoren untergliedert. Die monetären Finanzinstitute (MFIs) umfassen die EZB und die nationalen Zentralbanken, die Bargeld begeben und Einlagen hereinnehmen, sowie Kreditinstitute und Geldmarktfonds. Geldmarktfonds werden dem MFI-Sektor zugerechnet, da sie Fondsanteile begeben, die als enge Substitute für Bankeinlagen gelten.

Nichtmonetäre Finanzinstitute (Nicht-MFIs) können keine Einlagen hereinnehmen oder Geldmarktfondsanteile begeben. Da sie der Öffentlichkeit keine Einlagen oder Einlagensubstitute anbieten, unterliegen Nicht-MFIs nicht demselben Regulierungsrahmen wie MFIs. Drei der Nicht-MFI-Teilsektoren lassen sich recht einfach anhand ihrer wichtigsten Verbindlichkeiten abgrenzen: Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (siehe Tabelle).

¹³ Siehe Verordnung (EU) Nr. 549/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Union (ABl. L 174 vom 26.6.2013, S. 1) und die Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 25. Juli 2013 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung (ABl. L 2 vom 7.1.2014, S. 34).

¹⁴ Die Finanzierungsrechnung deckt alle im Euroraum ansässigen Einheiten ab, jedoch keine Offshore-Fonds. Es werden alle institutionellen Einheiten erfasst, unabhängig davon, ob sie Teil eines größeren Unternehmens oder einer Bankengruppe sind.

Tabelle

MFIs und Nicht-MFIs gemäß ESVG 2010

Monetäre Finanzinstitute (MFIs)	
Zentralbank	
Kreditinstitute (ohne die Zentralbank)	
Geldmarktfonds	
Nichtmonetäre Finanzinstitute (Nicht-MFIs)	
Sonstige Finanzinstitute (d. h. finanzielle Kapitalgesellschaften ohne MFIs, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen)	
Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)	Organismen für gemeinsame Anlagen (ohne Geldmarktfonds), einschließlich Immobilienfonds, Dachfonds, börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds – ETFs) und Hedgefonds. Investmentfonds können offen oder geschlossen sein.
Sonstige Finanzinstitute (ohne Investmentfonds)	
Sonstige Finanzinstitute	
Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften, die Verbriefungsgeschäfte betreiben (FMKGs)	Zweckgesellschaften, die geschaffen wurden, um Vermögenswerte, z. B. Kreditportfolios, vom ursprünglichen Eigentümer zu erwerben
Wertpapierhändler	Wertpapierhändler, die Vermögenswerte erwerben und Verbindlichkeiten auf eigene Rechnung eingehen (im Gegensatz zu Effektenmaklern, die den Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten zugerechnet werden)
Finanzielle Kapitalgesellschaften, die Kredite gewähren	z. B. finanzielle Kapitalgesellschaften, die sich mit Finanzierungsleasing, Teilzahlungskäufen, Factoring und der Bereitstellung von Konsumenten- oder Handelskrediten befassen
Spezielle finanzielle Kapitalgesellschaften	z. B. Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften, im Bereich Entwicklungsfinanzierung oder Export-/Importfinanzierung tätige Unternehmen, finanzielle Mittler, die ausschließlich bei monetären Finanzinstituten Einlagen erwerben oder Darlehen aufnehmen sowie Clearingstellen mit zentraler Gegenpartei
Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten	z. B. Effektenmakler, Kapitalgesellschaften, die die Emission von Wertpapieren übernehmen (Emissionshäuser), Kapitalgesellschaften, die Dienstleistungen für Finanzmärkte bereitstellen sowie Hauptverwaltungen, deren Tochterunternehmen finanzielle Kapitalgesellschaften sind
Firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber	z. B. Trusts, Holdinggesellschaften, Zweckgesellschaften, die als institutionelle Einheiten zu betrachten sind und am freien Markt Mittel für die Muttergesellschaft beschaffen, sowie Kapitalgesellschaften, die von einem Sponsor bereitgestellte Mittel verleihen
Versicherungsgesellschaften	Kapitalgesellschaften, die sich im Wesentlichen mit der Zusammenfassung von Versicherungsrisiken in der Form von Direkt- oder Rückversicherungen beschäftigen
Pensionseinrichtungen	Kapitalgesellschaften, die sich vor allem mit der Zusammenfassung sozialer Risiken und der Bereitstellung von Einkommen im Ruhestand befassen

Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) beschaffen sich fast ausschließlich über die Emission von Investmentfondsanteilen Mittel und investieren diese an den Finanzmärkten oder in Immobilien. Eine Ausnahme von diesem einfachen Finanzierungsmodell stellen die Hedgefonds dar, die teilweise auch andere Verbindlichkeiten (beispielsweise Kredite und Finanzderivate) in beträchtlicher Höhe eingehen.

Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen beschaffen sich Mittel, indem sie Versicherungen und Alterssicherungsprodukte anbieten. Versicherungsgesellschaften legen Versicherungsprodukte für die breite Öffentlichkeit auf und bieten Alterssicherungsleistungen für Gruppen von Arbeitnehmern an. Pensionseinrichtungen sind von Gesetzes wegen auf spezifische Gruppen von Arbeitnehmern und Selbstständigen beschränkt. Die Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen bestehen vornehmlich aus versicherungstechnischen Rückstellungen, die in der Finanzierungsrechnung als Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen berücksichtigt

werden. Öffentlich verwaltete Sozialpflichtversicherungen (Kranken- oder Rentenversicherung) fallen nicht unter diese Definition.

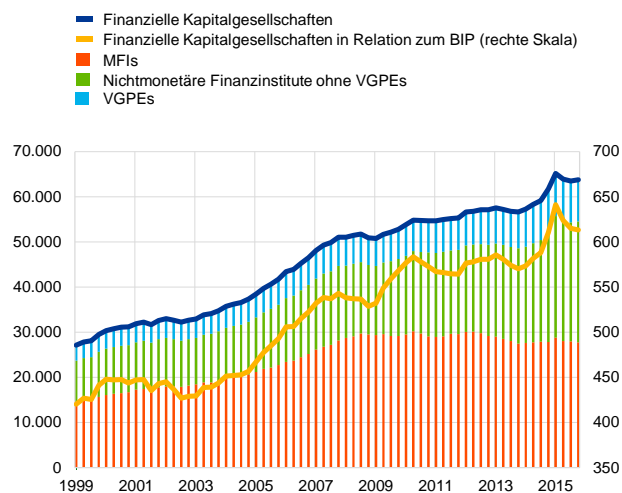
Eine vierte Gruppe von Finanzintermediären, nämlich die sonstigen Finanzinstitute (SFIs), ergibt sich als Restgröße. Zusammen mit den Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie den firmeneigenen Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgebern werden sie als sonstige Finanzinstitute ohne Investmentfonds bezeichnet. Dieser Teilsektor ist sehr heterogen und umfasst beispielsweise FMKGs, die Verbriefungsgeschäfte betreiben, Wertpapierhändler, finanzielle Kapitalgesellschaften, die Kredite gewähren (vor allem Unternehmen im Bereich Finanzierungsleasing oder Factoringgesellschaften) sowie andere spezielle finanzielle Kapitalgesellschaften. Diese Unternehmen sind weniger stark reguliert, und ihre wirtschaftliche und finanzielle Bedeutung ist von Land zu Land sehr unterschiedlich. Die euroraumweiten Statistiken für diese Unternehmen basieren in der Regel auf indirekten Informationen, die etwa aus Daten zu den Wertpapiermärkten oder den Kontrahentensektoren abgeleitet werden (z. B. aus der Statistik zu den MFI-Buchkrediten an sonstige Finanzinstitute). Eine euroraumweite Datenerhebung gibt es lediglich für die FMKGs; sie basiert auf einer Verordnung der EZB. FMKGs werden geschaffen, um Vermögenswerte zu erwerben, beispielsweise Portfolios an Buchkrediten, die von einem MFI oder einem anderen Kreditgeber ausgereicht wurden. Finanziert wird der Ankauf durch die Emission von Asset-Backed Securities (ABS).¹⁵ Somit erhöhen FMKGs die Liquidität des ursprünglichen Halters und ermöglichen den Käufern der ABS eine Investition in einen spezifizierten Forderungspool. Da nicht genügend harmonisierte Datenquellen zur Verfügung stehen, die einen getrennten Ausweis dieser Teilsektoren ermöglichen würden, werden die sonstigen Finanzinstitute für die Zwecke der Finanzierungsrechnung im Euro-Währungsgebiet mit den Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie den firmeneigenen Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgebern zusammengefasst.

¹⁵ Eine detaillierte Beschreibung findet sich in der Hintergrundnotiz zur FMKG-Statistik gemäß Verordnung EZB/2013/40 auf der EZB-Website unter www.ecb.europa.eu/stats/money/fvc/html/index.en.html

3 Die Rolle der Nicht-MFIs im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets

Abbildung 1
Gesamte Finanzaktiva der finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(Bestände; linke Skala: in Mrd €, rechte Skala: in % des nominalen BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Finanzielle Kapitalgesellschaften und MFIs ohne Eurosystem. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

In den Vorkrisen Jahren gingen Finanzintermediäre aus dem Banken- und dem Nichtbankenbereich immer höhere Risiken ein und trieben das Kreditwachstum voran, was zu einer raschen Ausweitung des Finanzsektors führte (siehe Abbildung 1). Diese Intermediäre nutzten Verbriefungsgeschäfte für eine flexiblere Steuerung ihrer Bilanzen und erhöhten damit das allgemeine Kreditangebot. Zugleich wurden (risikoreiche) illiquide Kredite in geldnahe marktfähige Finanzinstrumente mit kurzer Laufzeit umgewandelt, die als nahezu risikolos galten und von Banken gehalten oder an private Haushalte, Unternehmen und institutionelle Anleger verkauft wurden. Im Zuge der US-Subprime-Krise im Jahr 2007 stellte sich heraus, dass diese Entwicklungen nicht nachhaltig waren. In den Folgejahren trug unter anderem der Zusammenbruch des von Nicht-MFI-Zweckgesellschaften durchgeführten und oftmals von Banken finanzierten Verbriefungsgeschäfts zum Einbruch der Bankkredite bei. Die Banken konnten Kreditrisiken nicht mehr aus ihren Bilanzen ausgliedern, was die Ausweitung der

Kreditvergabe zuvor befördert hatte, oder sie waren gezwungen, übertragene Risiken wieder in ihre Bücher zu nehmen. Diese Erfahrung zeigt, dass die Grenzen zwischen der Kreditgewährung durch Banken und jener durch Nichtbanken aufgrund von Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften und der aufsichtlichen Regelungen verwischen können, was unter Umständen dem Risikoneigungskanal Auftrieb verleiht und die geldpolitische Transmission beeinflusst.¹⁶

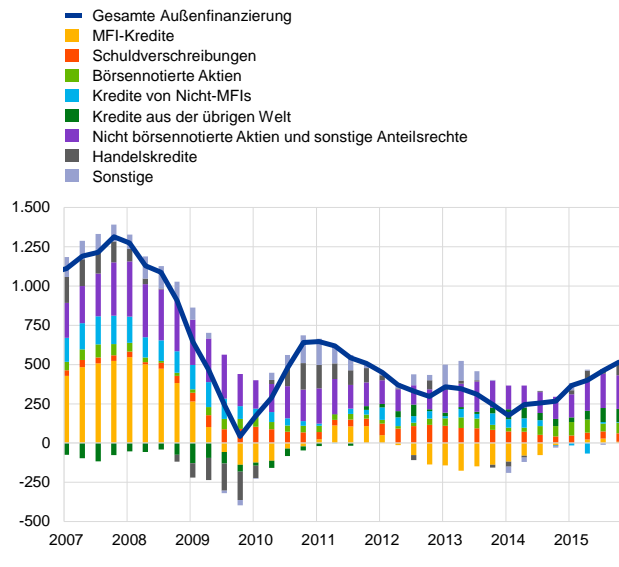
Die Ausweitung des Finanzsektors hat sich seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise fortgesetzt, wobei sich das Tempo jedoch abschwächte und die Entwicklung bei MFIs und Nicht-MFIs unterschiedlich verlief. Von Ende 2008 bis Ende 2015 erhöhten sich die Finanzaktiva der finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet von 51 Billionen € (528 % des BIP) auf 64 Billionen € (613 % des BIP). Der Anteil der von MFIs gehaltenen Vermögenswerte daran sank im selben Zeitraum von 58 % auf 43 %. Der Anteil der im Bestand von Nicht-MFIs befindlichen Vermögenswerte stieg hingegen von 42 % auf 57 %. Davon entfielen 42 % auf Nicht-MFIs ohne VGPEs (ein Anstieg um 11,8 Prozentpunkte verglichen mit dem Stand Ende 2008) und 15 % auf VGPEs (ein Anstieg um 2,7 Prozentpunkte).

¹⁶ Siehe auch Y. Altunbas, L. Gambacorta und D. Marqués-Ibáñez, Securitisation and the bank lending channel, in: European Economic Review, 53(8), S. 996-1009, 2009, sowie P. Moutot et al., The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 75, Oktober 2007.

Abbildung 2

Gesamte Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(jährliche Ströme; in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „Sonstige“ bezeichnet die Differenz zwischen der Summe und den einzelnen Instrumenten und umfasst auch Kredite zwischen verbundenen Unternehmen sowie eine Neugewichtung der Daten zu den nichtfinanziellen und finanziellen Konten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

Aufgrund der internationalen Finanzkrise, der Staatsschuldenkrise im Euroraum und den damit verbundenen regulatorischen Änderungen kam es bei den Banken zu einer Verlangsamung des Bilanzwachstums oder einem Abbau von Aktiva.

Auf der Angebotsseite führte das fragile Wirtschaftsumfeld zu einer sprunghaften Zunahme notleidender Kredite und einer deutlichen Verschlechterung der Bankbilanzen. Zugleich wurden die bestehenden Geschäftsmodelle der Banken durch die strengere Regulierung und Aufsicht, das schwache Wachstum und die niedrigen Zinssätze infrage gestellt, und die Banken mussten entsprechende Anpassungen vornehmen. Durch die Sondermaßnahmen der EZB wurde jedoch Liquidität bereitgestellt und die Kreditvergabe gestützt, sodass das Risiko eines ungeordneten Fremdkapitalabbaus im Bankensektor insgesamt sank. Auf der Nachfrageseite ging der Wert der Sicherheiten, die für Kredite an den nicht-finanziellen privaten Sektor gestellt wurden, infolge der schwachen Konjunktur und der niedrigen Vermögenspreise zurück. All diese Faktoren führten per saldo zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien und zu einer Beschränkung der Bankkredite an nichtfinanzielle

Kapitalgesellschaften und private Haushalte in den Jahren 2008 und 2009 sowie in den Jahren 2011 und 2012.

Während die Netto-Finanzierungsströme von MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 2009 und 2010 sowie im Zeitraum von 2012 bis 2014 abnahmen, blieben die von Nicht-MFIs bereitgestellten Finanzierungsmittel im positiven Bereich (siehe Abbildung 2). Als wichtigste Finanzierungsformen boten die Nicht-MFIs in dieser Zeit markt- und nicht-marktbasierte Eigenkapitalfinanzierung sowie Schuldverschreibungen und Kredite an. Die kontinuierliche Bereitstellung von Finanzmitteln durch Nicht-MFIs in der Zeit nach der Krise wurde durch eine Reihe von Faktoren begünstigt und wirkte sich stabilisierend auf die Wirtschaft im Eurogebiet aus.¹⁷

- **Erstens wurde die Finanzintermediation durch Nicht-MFIs von den sehr niedrigen Zinssätzen und der damit verbundenen Suche der Investoren nach Rendite getragen.** Insbesondere kamen den Nicht-MFIs Faktoren zugute, welche die Portfolioentscheidungen der nichtfinanziellen Sektoren auf der Aktivseite beeinflussten, wie beispielsweise niedrigere Erträge aus Bankeinlagen, sinkende Risikoprämien und eine an einigen Märkten für Vermögenswerte zu verzeichnende Erholung. Was die Passivseite anbelangt,

¹⁷ Siehe auch EZB, Die Interaktion der Finanzintermediäre und ihre Bedeutung für die monetäre Analyse, Monatsbericht Januar 2012, sowie EZB, Die Finanzkrise im Spiegel der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet: eine Betrachtung der Finanzierungsströme, Monatsbericht Oktober 2011.

so konnten Unternehmen im Euroraum aufgrund ihrer Fortschritte bei der Bilanzsanierung auf andere Finanzierungsquellen als Bankkredite zurückgreifen, darunter die Begebung von Aktien und Schuldverschreibungen. Soweit diese Entwicklung mit den aus den geldpolitischen Maßnahmen der EZB resultierenden niedrigen Zinsen zusammenhängt, veranschaulicht sie die Wirkungsweise des Risikoneigungskanals bei der Transmission der Geldpolitik.

- **Zweitens profitierte die Finanzintermediation durch die Nicht-MFIs von strukturellen Faktoren wie dem demografischen Wandel.** Die Bevölkerungsalterung führte zu vermehrten Käufen von Lebensversicherungs- und Altersvorsorgeprodukten. Darin spiegeln sich zum Teil die zunehmenden Befürchtungen der privaten Haushalte hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen und privaten Rentenversicherungssysteme angesichts eines niedrigeren Potenzialwachstums, einer hohen Staatsverschuldung und niedriger Renditen bestehender Altersversorgungsverträge wider.
- **Drittens waren einige Nicht-MFIs einer weniger strengen Regulierung unterworfen als Banken und konnten dadurch Chancen für regulatorische Arbitrage nutzen.** Große Teile des Nicht-MFI-Sektors im Eurogebiet, wie beispielsweise VGPEs, unterliegen de facto jedoch einer umfassenden Regulierung und Beaufsichtigung. Infolgedessen dürfte die regulatorische Arbitrage bei der beobachteten Verlagerung der Finanzaktivbestände von Banken an Nicht-MFIs nur eine untergeordnete Rolle gespielt haben.
- **Viertens ist der zunehmende Anteil von Nicht-MFIs am Finanzsektor des Euro-Währungsgebiets auch auf methodische Änderungen zurückzuführen.** Im Zuge des Übergangs auf das ESVG 2010 wurden viele Unternehmen wie z. B. Finanzierungszweckgesellschaften der Gruppe der Nicht-MFIs zugeordnet, nachdem sie zuvor zusammen mit den Firmen, für die sie typischerweise ihre Leistungen erbringen, dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet worden waren. Tatsächlich lässt sich ein Anteil von rund 15 % an der gesamten Ausweitung des Finanzsektors im Zeitraum von Ende 2008 bis Ende 2015 der rasanten Expansion der Finanzierungszweckgesellschaften zuschreiben.

Verbesserte Daten werden es im Zeitverlauf ermöglichen, die Finanzströme zwischen den einzelnen Sektoren isoliert zu betrachten und eingehender zu analysieren. Die Einführung längerer Zeitreihen mit einer neuen Schuldner-Gläubiger-Aufschlüsselung marktfähiger Finanzinstrumente dürfte in Zukunft bessere Grundlagen für eine abschließende Beurteilung schaffen. Die EZB begann im April 2016 mit der Veröffentlichung solcher Angaben (siehe Kasten 2). Diese statistischen Daten können beispielsweise für detaillierte Analysen der Rolle verschiedener institutioneller Sektoren bei der direkten und indirekten Finanzierung der verschiedenen Wirtschaftsbereiche verwendet werden. Zusammen mit gesamtwirtschaftlichen Messgrößen sowie Finanzmarkt- und Vertrauensindikatoren können sie auch einen besseren Einblick in das Anlageverhalten der verschiedenen Wirtschaftssektoren vermitteln.

Kasten 2

Erweiterung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) für das Euro-Währungsgebiet um neue Daten zu den Schuldner-Gläubiger-Beziehungen bei marktfähigen Wertpapieren

Seit April 2016 veröffentlicht die EZB als Teil der Finanzierungsrechnung innerhalb der VGR vierteljährliche Wertpapierdaten auf Schuldner-Gläubiger-Basis.¹⁸ Dabei werden für finanzielle Transaktionen und Bestände gleichermaßen der Gläubigersektor (Wertpapierinhaber) und der Schuldnersektor (Wertpapieremittent) ausgewiesen. Diese Aufschlüsselung bildet eine wichtige Erweiterung der traditionellen Darstellung der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. In der traditionellen Darstellung wird das Finanzportfolio eines Sektors ausgewiesen und ggf. nach Instrumenten und Laufzeiten aufgegliedert, jedoch ohne Angaben zum Sektor der emittierenden Gegenpartei (also dem Sektor, für den die finanziellen Forderungen im Portfolio Verbindlichkeiten sind). Analog dazu werden die Verbindlichkeiten der einzelnen Sektoren, sofern anwendbar, nach Instrumenten und Laufzeiten aufgeschlüsselt, aber keine Angaben dazu gemacht, welchen Sektoren die Gläubiger dieser Verbindlichkeiten angehören. Der Schuldner-Gläubiger-Ausweis stellt somit eine Erweiterung der Informationen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung dar, da er die Verflechtungen zwischen Wertpapierhaltern und -emittenten auf Ebene der institutionellen Sektoren aufdeckt.

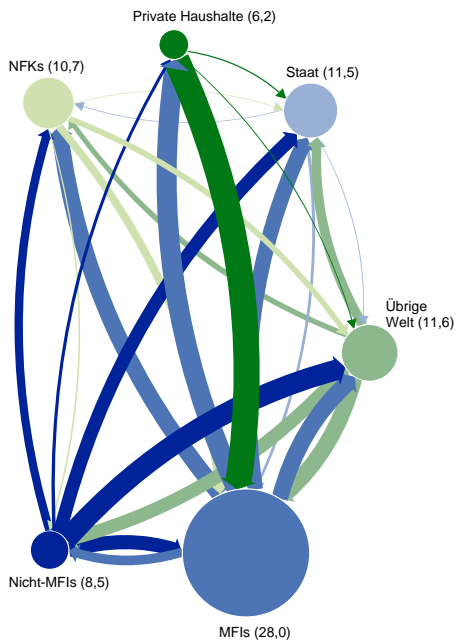
Die Daten stehen (beginnend mit dem vierten Quartal 2013) als vierteljährliche Zeitreihen für den Euroraum zur Verfügung und umfassen Bestände, finanzielle Transaktionen und Umbewertungen. Es werden drei Arten von Instrumenten unterschieden: Schuldverschreibungen (kurz-/langfristig, je nach Laufzeit bei Begebung), börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile (von Geldmarktfonds und den übrigen Investmentfonds begebene Anteile zusammengefasst). Die im Euro-Währungsgebiet ansässigen Halter und Emittenten von Wertpapieren werden in acht institutionelle Sektoren eingeteilt: private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, MFIs, Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), sonstige Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen und Staat. Darüber hinaus werden Gebietsfremde als Halter der von den verschiedenen gebietsansässigen Sektoren begebenen Wertpapiere ausgewiesen. Gebietsfremde werden auch als Wertpapieremittenten berücksichtigt, sofern die von ihnen emittierten Papiere von einem der ansässigen Sektoren gehalten werden.

¹⁸ Die Daten werden vierteljährlich im Rahmen der zweiten, umfassenden Pressemitteilung zu den wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet nach institutionellen Sektoren veröffentlicht.

Abbildung

Schuldner-Gläubiger-Beziehungen zur Finanzierung mittels Krediten, Einlagen und Schuldverschreibungen

(Bestände im vierten Quartal 2015; in Billionen €)



Anmerkung: Die Größe der Knotenpunkte entspricht den zusammengefassten Verbindlichkeiten der einzelnen Sektoren in Form von Krediten, Einlagen und Schuldverschreibungen (einschließlich intrasektoraler Forderungen). Die Bestände dieser zusammengefassten Verbindlichkeiten sind in Klammern angegeben. Verbindlichkeiten aus Einlagen können sich nur für den MFI-Sektor, den Staat und die übrige Welt ergeben. Die Breite der Pfeile zwischen zwei Sektoren zeigt das Gesamtvolumen der Finanzierungsströme von einem Sektor an einen anderen über alle genannten Instrumente an. Es werden lediglich zusammengefasste Finanzierungsbeziehungen von mehr als 150 Mrd € ausgewiesen. NFKs steht für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

Die Daten zu den Schuldner-Gläubiger-Beziehungen werden analog zu den anderen Daten zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung erhoben. Dabei

werden unterschiedliche Datenquellen priorisiert und zusammengefasst, etwaige Lücken in der Abdeckung geschlossen und sichergestellt, dass die Klassifizierung und Bewertung aller Transaktionen und Bestände im Einklang mit dem ESVG 2010 erfolgt. Zu Krediten und Einlagen werden bereits seit 2010 im Rahmen der VGR für den Euroraum Daten auf Schuldner-Gläubiger-Basis ausgewiesen. Was die marktfähigen Wertpapiere betrifft, so liefern einige originäre Statistiken der EZB bereits seit geraumer Zeit hinreichend detaillierte Daten zu den Gegenparteien, um für gewisse Kombinationen von Halter- und Emittentensektoren die Ableitung einer Schuldner-Gläubiger-Aufschlüsselung zu ermöglichen. Allerdings existierten zahlreiche Lücken, die nun mit den Statistiken über Wertpapierbestände, die die EZB seit Anfang 2014 zusammenträgt, geschlossen wurden.¹⁹ Eine Schuldner-Gläubiger-Darstellung der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, die auch marktfähige Wertpapiere abdeckt, ist deshalb erst seit Kurzem möglich.

Ungeachtet der Schlüsselrolle, die der MFI-Sektor innerhalb der Volkswirtschaft des

Eurogebiets bei der Finanzierung sämtlicher Sektoren einnimmt, stellen nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften insbesondere für den Staat und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ebenfalls eine wichtige Quelle der direkten Finanzierung dar. Dies geht

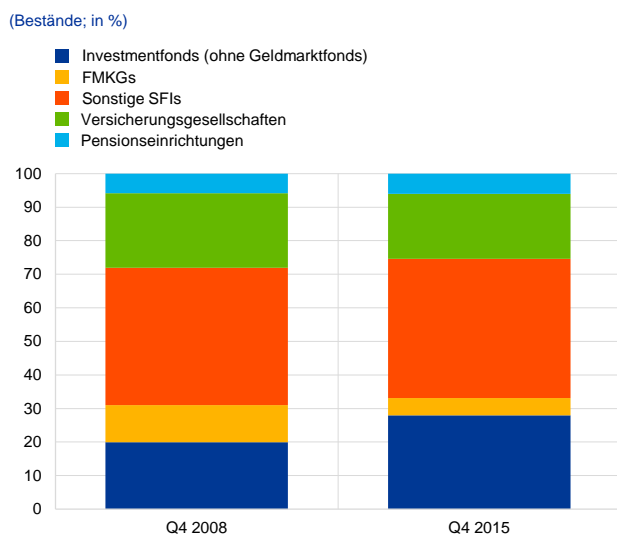
aus der Abbildung hervor, in der die Verflechtungen der Forderungen zwischen den verschiedenen Sektoren im Euroraum dargestellt sind; diese Forderungen ergeben sich durch Zusammenfassung aller auf Schuldner-Gläubiger-Basis verfügbaren Schuldinstrumente, d. h. Kredite, Einlagen und Schuldverschreibungen. Das beträchtliche Volumen der Finanzierungsströme, die von den Nicht-MFIs an die MFIs fließen, deutet darauf hin, dass Nicht-MFIs auch bei der Bereitstellung von Krediten an die übrigen Sektoren indirekt von Bedeutung sein dürften. Auch der Kreditfluss zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt wird maßgeblich von den Nicht-MFIs bestimmt.

¹⁹ Siehe EZB, Neue Erkenntnisse zur Halterstruktur von Wertpapierbeständen, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

4 Die Rolle der einzelnen Nicht-MFI-Sektoren im Euro-Währungsgebiet

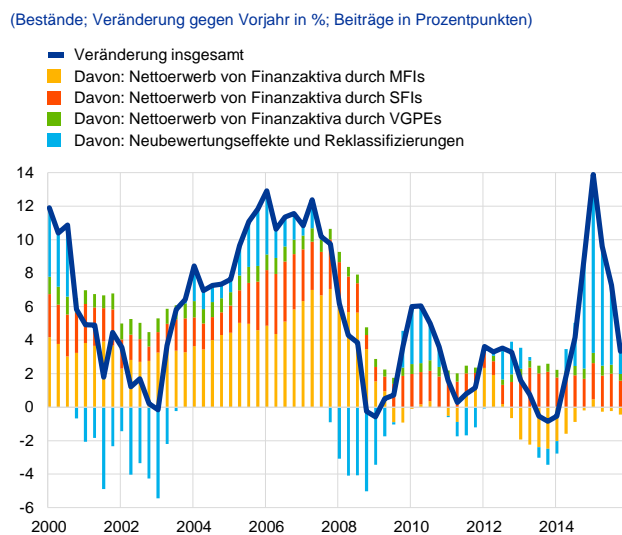
Die größte Untergruppe der Nicht-MFIs sind die sonstigen SFIs. Hierbei handelt es sich um eine Restkategorie, die eine sehr heterogene Gruppe von Instituten umfasst.²⁰ Zusammen halten diese Unternehmen 41 % der gesamten Finanzaktiva der Nicht-MFIs (siehe Abbildung 3). Auf die Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und die Versicherungsgesellschaften entfallen 28 % bzw. 19 %, während FMKGs und Pensionseinrichtungen eine deutlich geringere Rolle spielen.

Abbildung 3
Anteile der einzelnen Teilsektoren an den gesamten Finanzaktiva der Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die von den sonstigen SFIs gehaltenen Vermögenswerte werden durch Subtraktion der Bestände der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und der FMKGs von den Beständen des gesamten SFI-Sektors berechnet.

Abbildung 4
Veränderung der gesamten Finanzaktiva der finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB.
Anmerkung: Finanzielle Kapitalgesellschaften und MFIs ohne Eurosystem. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

Das Wachstum des Finanzsektors von Ende 2008 bis Ende 2015 war zur Hälfte auf tatsächliche Transaktionen der SFIs zurückzuführen (siehe Abbildung 4). Der Rest war überwiegend Neubewertungseffekten im Zusammenhang mit der Erholung und dem anschließenden starken Anstieg der Aktienurse und Anleihepreise zuzuschreiben. Innerhalb des SFI-Sektors entfielen 40 % der Nettozunahme der Finanzaktiva auf Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), der verbleibende Anteil war sonstigen SFIs zuzurechnen.

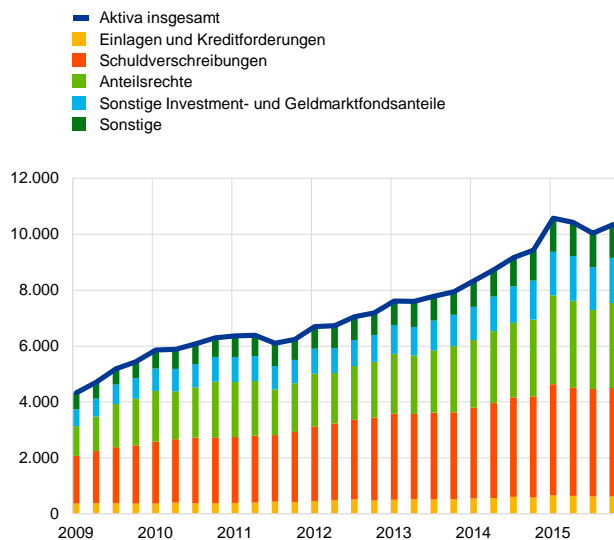
²⁰ Die Kategorie der „sonstigen SFIs“ ist in diesem Abschnitt anders abgegrenzt als in der Tabelle von Kasten 1. Aufgrund von Datenbeschränkungen lassen sich nur Angaben zu den Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und FMKGs herausfiltern. Daher werden die von den sonstigen SFIs gehaltenen Vermögenswerte als Restgröße durch Subtraktion der Bestände der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und der FMKGs von den Beständen des gesamten SFI-Sektors berechnet.

4.1 Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)

Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) halten einen steigenden Anteil – gegenwärtig 28 % – der gesamten Finanzaktiva der Nicht-MFIs im Euroraum (siehe Abbildung 3). Somit spielen sie eine wichtige und weiter zunehmende Rolle bei der Bereitstellung marktbasierter Finanzierungsmittel für die Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet.²¹ Die Aktiva der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) bestehen überwiegend aus Schuldverschreibungen und Anteilsrechten (siehe Abbildung 5). Sie halten rund 13 % bzw. 9 % der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Banken emittierten Schuldverschreibungen (siehe Abbildung 6) sowie etwa 14 % der börsennotierten Aktien dieser beiden Sektoren. Allerdings bestehen ihre Portfolios an Schuldverschreibungen sowie Aktien und sonstigen Anteilsrechten auch zu 40 % bzw. 60 % aus Papieren, die von der übrigen Welt begeben wurden. Dies dürfte sowohl mit dem Bestreben der Anleger nach geografischer Diversifizierung als auch mit der geringen Größe der Aktien- und Anleihemärkte des Euroraums im Vergleich zu den globalen Wertpapiermärkten zusammenhängen.

Abbildung 5
Finanzaktiva der Investmentfonds
(ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet

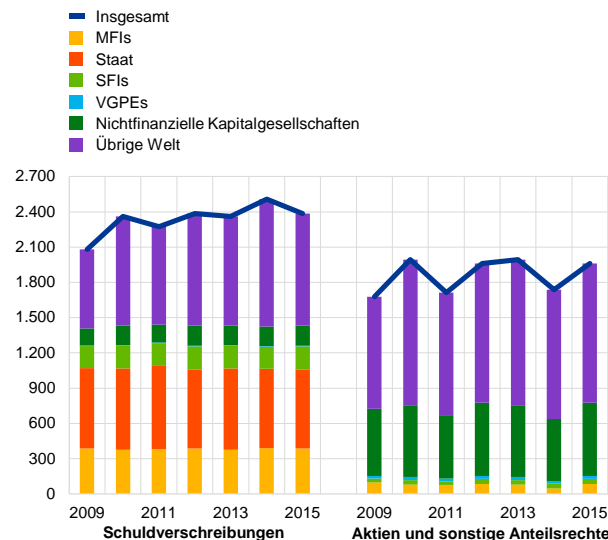
(Bestände; in Mrd €)



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

Abbildung 6
Wertpapierbestände der Investmentfonds
(ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet
nach Emittentensektoren

(Bestände; in Mrd €)



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

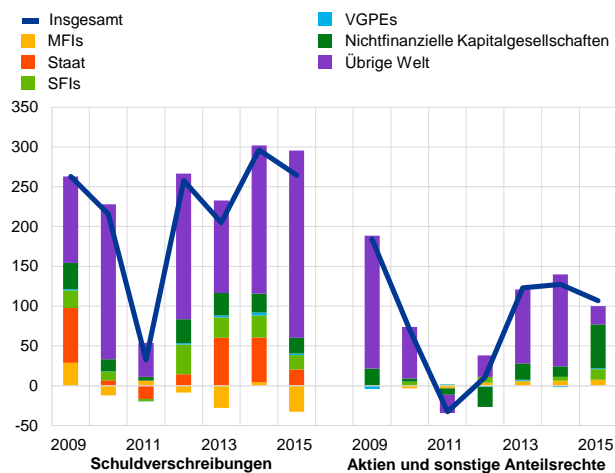
²¹ Siehe auch EZB, Harmonisierte Statistik der EZB zu den Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet und ihr analytischer Nutzen für die Geldpolitik, Monatsbericht August 2010.

Die gestiegene Bedeutung der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) seit der globalen Finanzkrise könnte unter anderem auf das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld und die demografische Dynamik zurückzuführen sein. So hat sich durch die niedrigen Einlagenzinsen die Attraktivität von Wertpapieranlagen erhöht, was dem Geschäft der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) zugutekommt. Außerdem haben die geldpolitischen Maßnahmen einen Rückgang der Risikoprämien bewirkt, das Anlegervertrauen gestärkt und zu einer Abnahme der Risikoaversion beigetragen, was die Zuflüsse in Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) gestützt hat. Dies scheint mit der Wirkungsweise des in Abschnitt 2 erörterten Risikoneigungskanals des geldpolitischen Transmissionsmechanismus im Einklang zu stehen. Schließlich haben die Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) auch von der Sorge der privaten Haushalte im Euroraum um ihre künftige Altersversorgung profitiert, die eine verstärkte Ersparnisbildung begünstigt hat. Angesichts der niedrigen Zinssätze haben sich die privaten Haushalte dabei vermehrt auf risikoreichere Vermögenswerte konzentriert, um ein Renditeniveau zu erzielen, das den gewünschten Grad an Konsumglättung im Lebensverlauf ermöglicht.

Abbildung 7

Nettoerwerb von Wertpapieren durch Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet nach Emittentensektoren

(Veränderung gegen Vorjahr; in Mrd €)



Quelle: EZB.

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

Seit dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise Ende 2008 haben die Bestände der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) an Anteilsrechten stärker zugenommen als ihre Portfolios an

Schuldverschreibungen (siehe Abbildung 5). Der kräftige Anstieg der Anteilsrechte im Bestand dieses Sektors hing vor allem mit Bewertungseffekten zusammen, insbesondere mit der kräftigen Erholung der Aktienkurse gegenüber den Tiefständen nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers. Betrachtet man hingegen den Nettoerwerb, so zeigt sich, dass Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) per saldo deutlich weniger Anteilsrechte erwarben als Schuldverschreibungen (siehe Abbildung 7).

Außerdem bevorzugen die Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) tendenziell Papiere von außerhalb des Euroraums (siehe Abbildung 7). Dies könnte damit

zusammenhängen, dass die Präferenz der Anleger aus dem Eurogebiet für heimische Titel auf der Höhe der Staatsschuldenkrise etwas nachließ. Auch das Engagement der Investmentfonds (ohne Geldmarkt-

fonds) im Bankensektor des Euroraums ist leicht zurückgegangen. Die Gründe hierfür liegen unter anderem darin, dass sich der Finanzierungsbedarf der Banken im Eurogebiet infolge ihrer Bemühungen um einen Abbau des Verschuldungsgrads verringert hat und dass ihnen auch eine Refinanzierung über Kundeneinlagen und Zentralbankfazilitäten offen steht.

4.2

Finanzielle

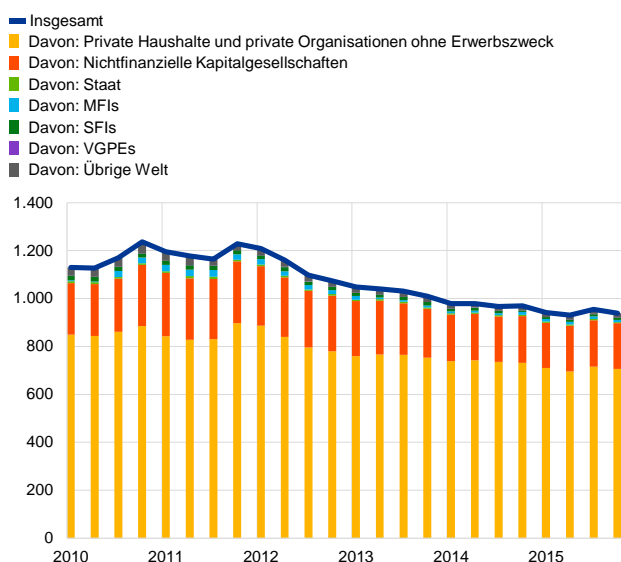
Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs)

Die Finanzaktiva der FMKGs sind seit der weltweiten Finanzkrise konstant rückläufig, worin sich die Abnahme der Verbriefungsgeschäfte widerspiegelt, die die Banken zuvor zur Ausgliederung von Risiken aus ihren Bilanzen genutzt hatten (siehe Abbildung 8).²² Die FMKGs sind hauptsächlich an der Verbriefung von Krediten an private Haushalte beteiligt und halten 12 % der gesamten Kreditforderungen an diesen Sektor des Euroraums, verglichen mit einem Anteil von nur 3 % der gesamten Kreditforderungen gegenüber nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet.²³

Abbildung 8

Verbriefte MFI-Kredite im Euro-Währungsgebiet nach Kreditnehmersektoren

(Bestände; in Mrd €)



Quelle: EZB.

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

Die sinkende Bedeutung der FMKGs könnte unter anderem mit dem Druck zum Verschuldungsabbau zusammenhängen, aber auch mit dem Stigma, das diesen Vehikeln seit der globalen Finanzkrise anhaftet.

Als die Banken und der nichtfinanzielle private Sektor ihre Bilanzen konsolidierten, verpuffte das Kreditwachstum, das erforderlich gewesen wäre, um die Verbriefung von Krediten im bisherigen Ausmaß weiterzubetreiben. Gleichzeitig kam es – ausgelöst durch die prominente Rolle der FMKGs bei den Finanzmarkturbulenzen der Jahre 2008 und 2009, die Entwicklungen im Bereich der Regulierung sowie andere strukturelle Faktoren – zu einem Rückgang verbrieftter Produkte, obgleich sich mit einfacheren, transparenteren und robusteren Verbriefungsprodukten durchaus eine Verbesserung der Finanzintermediation erzielen ließe.²⁴

²² Siehe auch EZB, Neue Merkmale der monetären und finanziellen Statistiken, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

²³ Beide Angaben ohne intrasektorale Kredite.

²⁴ Siehe Bank of England und EZB, The case for a better functioning securitisation market in the European Union, Diskussionspapier, Mai 2014.

4.3 Sonstige SFIs

Die finanziellen Vermögenswerte der sonstigen SFIs sind in den vergangenen Jahren stark gestiegen und machen nunmehr 41 % der gesamten Finanzaktiva des Nicht-MFI-Sektors im Euroraum aus, wobei dieser Anteil zu etwa einem Viertel auf Finanzierungszweckgesellschaften entfällt.²⁵ Um von günstigen

steuerlichen Bedingungen und Finanztechnologien zu profitieren, sind Finanzierungszweckgesellschaften – d. h. Tochterunternehmen, die als firmeneigene Finanzierungseinrichtungen fungieren – in der Regel in einem anderen Land (inner- oder außerhalb des Eurogebiets) ansässig als das Mutterunternehmen.²⁶ Fast ein Drittel der Gesamtzunahme der Finanzaktiva der sonstigen SFIs seit der globalen Finanzkrise entfällt auf Anleihemarktfinanzierungen, die über Finanzierungszweckgesellschaften getätigt und in Form von Krediten wieder den betreffenden Mutterunternehmen zugeführt wurden.

Die Aktiva der sonstigen SFIs bestehen überwiegend aus Anteilsrechten und Kreditforderungen (siehe Abbildung 9). Dies hängt damit zusammen, dass sich dieser Teilsektor durch hochgradig spezialisierte Geschäftsmodelle auszeichnet. Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften, im Bereich Entwicklungsfinanzierung tätige Unternehmen und Holdinggesellschaften stellen Unternehmen Risikokapital zur Verfügung, während Finanzierungsleasinggesellschaften und Finanzierungszweckgesellschaften Kredite gewähren.

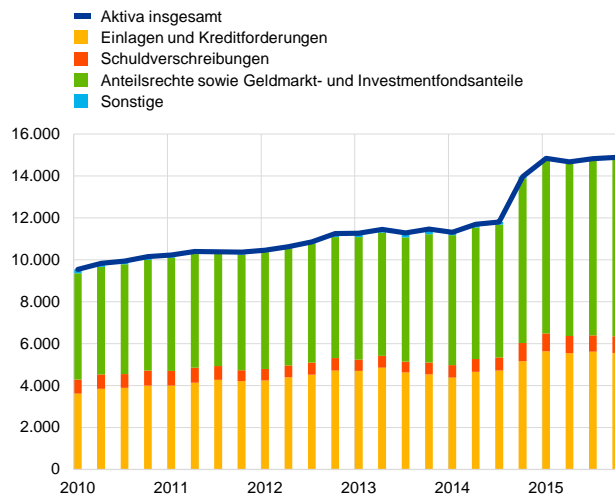
²⁵ Siehe auch K. van der Veer, E. Klaaijzen, und R. Roerink, Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system, Occasional Studies, Bd. 13, Nr. 7, De Nederlandsche Bank, 2015.

²⁶ Gemäß dem ESVG 2010 werden inländische Finanzierungszweckgesellschaften nur dann als Tochterunternehmen im SFI-Sektor klassifiziert, wenn es sich um separate institutionelle Einheiten handelt (d. h. wenn sie über Entscheidungsautonomie verfügen); entsprechende Einrichtungen mit Sitz in einem anderen Land werden hingegen immer dem SFI-Sektor zugeordnet.

Abbildung 9

Finanzaktiva der sonstigen SFIs im Euro-Währungsgebiet

(Bestände; in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die von den sonstigen SFIs gehaltenen Vermögenswerte werden durch Subtraktion der Bestände der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und der FMKGs von den Beständen des gesamten SFI-Sektors berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

Da kaum granularere Daten zu den sonstigen SFIs verfügbar sind und diese Kategorie eine sehr heterogene Gruppe von Unternehmen beinhaltet, ist eine umfassende Analyse schwierig. Wie bereits in Abschnitt 2 dargelegt, dürften jedoch zumindest Teile dieses Sektors – z. B. Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften – vom Rückgang der Risikoaversion und der Stärkung des Anlegervertrauens seit der Finanzkrise profitiert haben. Neben Steuerarbitrage als häufigem Beweggrund für die Errichtung von Finanzierungszweckgesellschaften könnten auch Überlegungen in Richtung regulatorischer Arbitrage die Entwicklung im Sektor der sonstigen SFIs prägen. Allerdings lässt sich dies nur schwer eindeutig belegen.

4.4 Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs)

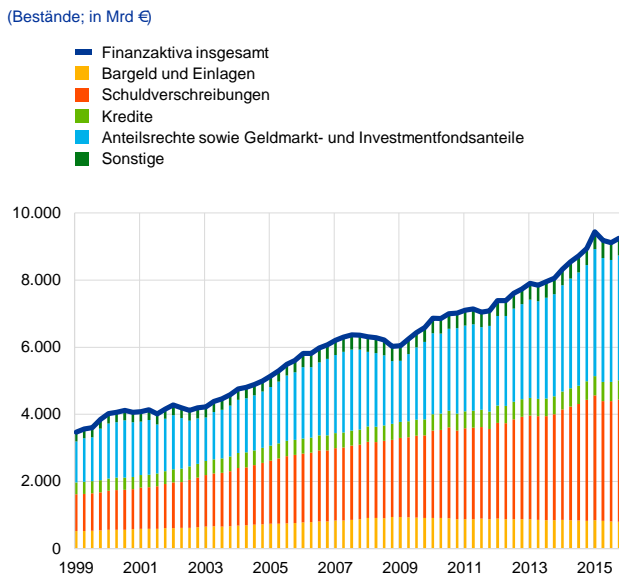
Die finanziellen Vermögenswerte der VGPEs machen 25 % der Gesamtaktiva der Nicht-MFIs im Euroraum aus. Sie bestehen vorwiegend aus

Schuldverschreibungen – insbesondere Staatsanleihen – und Anteilsrechten (siehe Abbildung 10 und 11). Dies hängt mit dem Bestreben der VGPEs um eine Laufzeitkongruenz zwischen ihren Aktiva und ihren – überwiegend aus langfristig ausgerichteten Lebensversicherungs- und Pensionsansprüchen bestehenden – Passiva zusammen. Die Beliebtheit von Staatsanleihen lässt sich größtenteils mit den institutionellen Portfoliostrategien der VGPEs sowie mit der relativ geringen Größe des Unternehmensanleihemarkts im Eurogebiet erklären.

VGPEs sind auch eine wichtige Finanzierungsquelle des privaten Sektors. Sie halten 19 % bzw. 15 % der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Banken im Euroraum emittierten Schuldverschreibungen und rund 3 % der von diesen Sektoren begebenen börsennotierten Aktien. Außerdem befinden sich in ihren Portfolios 20 % der Staatsanleihen der Euro-Länder. Die Kredite von VGPEs an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet sind hingegen mit 3 % bzw. 1 % der gesamten Kreditforderungen an diese Kreditnehmer relativ marginal.²⁷ In einigen Euro-Ländern treten Versicherungsgesellschaften allerdings inzwischen an den Märkten für Privathypothesen mit Banken in Konkurrenz, seit neue Rechtsvorschriften und technologische Innovationen die Gewährung von Krediten über spezialisierte Internetplattformen ermöglichen.

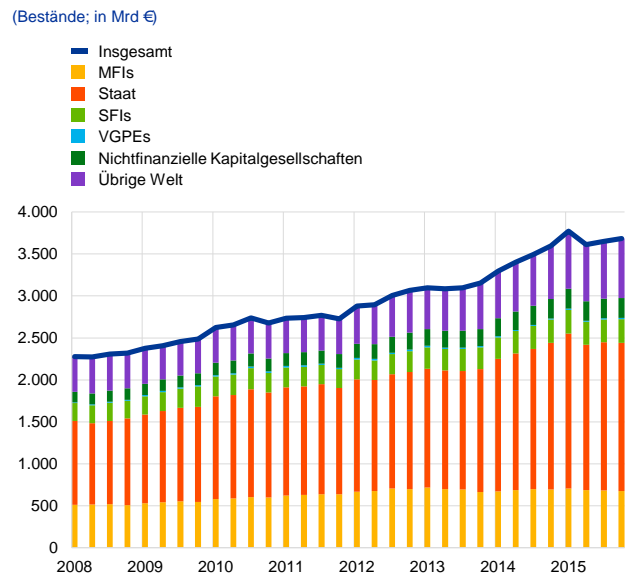
²⁷ Angaben zu den Krediten ohne intrasektorale Positionen.

Abbildung 10
Finanzaktiva der VGPEs im Euro-Währungsgebiet



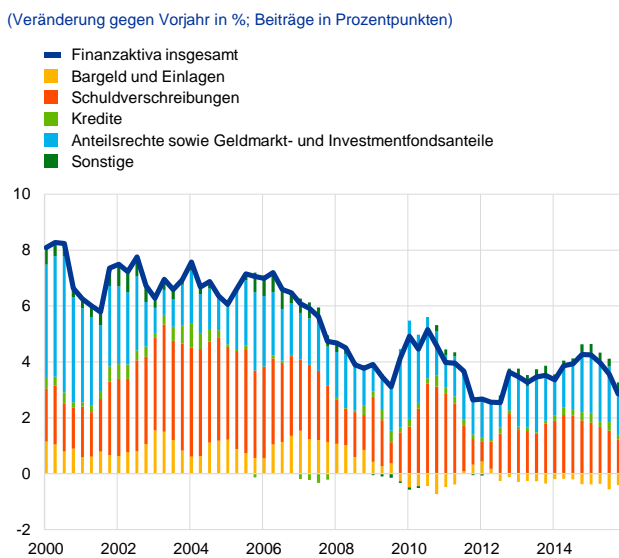
Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

Abbildung 11
Schuldverschreibungsbestände der VGPEs im Euro-Währungsgebiet nach Emittentensektoren



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

Abbildung 12
Finanzanlagen der VGPEs im Euro-Währungsgebiet



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

Die Finanzaktiva der VGPEs nahmen in den vergangenen Jahren stark zu, nachdem sie unmittelbar nach der globalen Finanzkrise leicht geschrumpft waren. Hier dürften ähnliche Faktoren zugrunde gelegen haben wie bei den Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), nämlich u. a. die Bevölkerungsalterung und die positiven Auswirkungen der akkommodierenden Geldpolitik auf das Vertrauen, die Risikobereitschaft und die Wertpapierpreise. In diesem Umfeld weiteten die VGPEs – im gesetzlich zulässigen Umfang – ihre Risikopositionen aus, indem sie ihre Portfolios von Schuldvorschreibungen zugunsten von Anteilsrechten und Investmentfondsanteilen (ohne Geldmarktfondsanteile) umschichteten (siehe Abbildung 12). Tatsächlich waren die jährlichen Mittelzuflüsse der VGPEs in diese Instrumente 2014 und 2015 fast genauso hoch wie 1999 und 2000. Dies ist ein weiterer Beleg für das Funktionieren der in Abschnitt 2 beschriebenen geldpolitischen Transmissionskanäle.

Ein Blick auf die Zeit vor der weltweiten Finanzkrise liefert weitere Belege dafür, dass die Portfolioentscheidungen der VGPEs auf den Finanzzyklus reagieren.²⁸ So weitete dieser Sektor seine Bestände an Schuldverschreibungen

zwischen 2003 und 2008 trotz der günstigen Entwicklung an den Aktienmärkten und einer Abflachung der Renditestrukturkurve erheblich stärker aus als seine Bestände an Anteilsrechten (siehe Abbildung 12). Dies war Ausdruck einer veränderten Risikobereitschaft, die daraus resultierte, dass die VGPEs nach den Verlusten durch das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 gezwungen waren, ihre Bilanzen zu sanieren. Aber auch die Reaktion des Sektors auf verschiedene regulatorische Neuerungen, Bewertungsanpassungen und rechnungslegungsbezogene Änderungen spielten in diesem Zusammenhang eine Rolle.²⁹

5 Schlussbemerkungen

Als die Banken im Eurogebiet im Gefolge der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise ihr Kreditangebot drosselten, gewannen die Nicht-MFI-Sektoren als Finanzintermediäre an Bedeutung und milderten dadurch die Auswirkungen der Krise auf die Wirtschaft des Eurogebiets ab. Begünstigt

wurde diese Entwicklung durch das sehr niedrige Zinsniveau, das bei den Anlegern eine Suche nach Rendite auslöste, sowie durch strukturelle Faktoren (wie die alternde Bevölkerung im Euro-Währungsgebiet) und einen gewissen Spielraum für regulatorische Arbitrage. In diesem Umfeld sind insbesondere Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) sowie VGPEs in den letzten Jahren als Finanzintermediäre merklich in den Vordergrund gerückt. Diese Teilsektoren halten große Bestände an Schuldverschreibungen und Anteilsrechten und haben der Realwirtschaft auf diese Weise umfangreiche finanzielle Mittel zur Verfügung gestellt – allerdings nicht nur im Euroraum, denn es handelt sich in der Regel um global diversifizierte Portfolios. Was die sonstigen SFIs betrifft, so dürften Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften von der Suche nach Rendite profitiert haben. Die Aktivitäten von Finanzierungszweckgesellschaften sind indessen häufig durch Steuerarbitragebemühungen der Muttergesellschaften bedingt.

Diese Entwicklungen haben auch Implikationen für die Transmission der Geldpolitik. Wie in Abschnitt 2 dargelegt kommen die Kanäle, über die die

geldpolitische Transmission an die Realwirtschaft wirkt, in unterschiedlicher Ausprägung sowohl bei den MFIs als auch bei den Nicht-MFIs zum Tragen. Angesichts der verschiedenartigen Geschäftsmodelle, die diese beiden Gruppen von Finanzintermediären im Eurogebiet aufweisen und die sich auch in der Regulierung und Aufsicht widerspiegeln, könnte sich durch die insgesamt gestiegene Bedeutung der Nicht-MFIs die (indirekte) Transmission der Geldpolitik beschleunigen.

²⁸ Die Zeitreihen zu den VGPEs sind ab dem Beginn des Jahrtausends verfügbar und decken somit einen längeren Zeitraum ab als die Daten zu den übrigen in Abschnitt 4 untersuchten Nicht-MFI-Sektoren.

²⁹ Siehe auch ESRB, ESRB report on regulatory treatment of sovereign exposures, März 2015; IWF, Risk transfer and the insurance industry, Global Financial Stability Report, in: World Economic and Financial Surveys, April 2004; und IWF, Risk management and the pension fund industry, Global Financial Stability Report, in: World Economic and Financial Surveys, September 2004.

Die bedeutendere Rolle der Nicht-MFIs erfordert eine stärker integrierte Analyse des Zusammenspiels der verschiedenen Finanzintermediäre und Transmissionskanäle, die den traditionellen Bankkredit- und Zinskanal ergänzen oder ersetzen. Was die einzelnen Teilsektoren innerhalb der Nicht-MFIs

betrifft, so könnte die Finanzintermediation durch Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und VGPEs eher geringere Implikationen für die Transmission der Geldpolitik haben. Da diese Teilsektoren wie die MFIs der Regulierung und Aufsicht unterliegen, dürfte sich die Übertragung geldpolitischer Impulse bei ihnen ähnlich gestalten wie bei den Banken, wenn auch über unterschiedliche Kanäle. Bei den sonstigen SFIs ist dies nicht unbedingt der Fall. Einige dieser Institute unterliegen einer weniger strengen Aufsicht als Banken, sodass hier eine besondere Überwachung geboten ist, denn ihr Finanzierungsangebot kann stärker zyklisch geprägt sein und dadurch Implikationen für die Stabilität der geldpolitischen Transmission haben. Allerdings sind gerade zu diesem Teilbereich des Finanzsystems des Euroraums bislang nur begrenzt Daten verfügbar. Dies könnte sich jedoch künftig zumindest teilweise durch längere Zeitreihen und neue Statistiken wie die in Kasten 2 vorgestellte Schuldner-Gläubiger-Darstellung ändern.

Aufsatz

Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Beitrag wird das Konzept eines für das gesamte Euro-Währungsgebiet angemessenen fiskalischen Kurses unter Berücksichtigung des institutionellen Ordnungsrahmens der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) erörtert. Dabei werden die jüngsten Initiativen beurteilt, die mittels einer verbesserten Koordinierung der einzelstaatlichen Finanzpolitik zu einer für den Euroraum angemessenen fiskalischen Ausrichtung gelangen und auf diese Weise ein ausgewogenes Verhältnis zwischen den angestrebten Zielen tragfähiger Staatsfinanzen und makroökonomischer Stabilisierung schaffen wollen.

Es herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass die nationale Finanzpolitik für die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sorgen und gleichzeitig das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren ermöglichen muss, damit diese landesspezifische Schocks abfedern können. Im Fall einer sehr schweren Krise wie der starken Rezession 2008/2009 reichen automatische fiskalische Stabilisatoren allein mitunter jedoch nicht aus, um den Schock aufzufangen, sodass es zusätzlicher diskretionärer Maßnahmen bedarf – sofern diese nicht die mittelfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen gefährden. All diesen Aspekten wurde mit den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) Rechnung getragen. Allerdings enthält der SWP keine Bestimmungen zu Ländern, die ihre Haushaltsziele übertroffen haben.

Unter Umständen führt die unabhängige Durchführung der einzelstaatlichen Finanzpolitik nicht zu einem auf Euroraumebene angemessenen fiskalischen Kurs. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Aufsatz mit den im Fünf-Präsidenten-Bericht¹ enthaltenen Vorschlägen. Diese beinhalten unter anderem die Einrichtung eines Europäischen Fiskalausschusses, der die Europäische Kommission bezüglich eines auf nationaler wie auch auf europäischer Ebene angemessenen und im Einklang mit den SWP-Regeln stehenden fiskalischen Kurses beraten soll. Der Fiskalausschuss dürfte im September 2016 seine Arbeit aufnehmen. Für die längere Frist sieht der Präsidentenbericht die Schaffung eines „Schatzamts (Treasury)“ für das Eurogebiet zur Verbesserung der gemeinsamen wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsfindung sowie die Einrichtung einer Funktion zur makroökonomischen Stabilisierung des Euroraums vor.

¹ Siehe Europäische Kommission, Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Juni 2015, abrufbar unter https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_de.pdf

In der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) liegt die Finanzpolitik in der Verantwortung der Teilnehmerländer, die mit ihrer Politik die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sicherstellen und landesspezifische Schocks abfedern müssen. Tragfähige öffentliche Finanzen sind eine Voraussetzung für die Wahrung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet. Zugleich bleibt in einer Währungsunion die Finanzpolitik ein wichtiges Instrument der nationalen Regierungen, um auf landesspezifische Gegebenheiten zu reagieren. Da es in der EU keine zentrale Fiskalbehörde gibt, wird die nationale Finanzpolitik durch einen einheitlichen Rahmen, den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP), geregelt. Dieser wurde 1997 beschlossen, um die Haushaltsregeln des Maastricht-Vertrags zu operationalisieren.² Nach Maßgabe des SWP ist die einzelstaatliche Finanzpolitik eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse. Sie sollte koordiniert werden, und von ihr sollten keine unverhältnismäßigen Belastungen für die anderen Teilnehmerländer der Währungsunion ausgehen.³

Der Rahmen des SWP leitet die Mitgliedstaaten zur Erzielung solider Haushaltspositionen an und bietet Spielräume, um normale konjunkturelle Schwankungen durch die automatischen Stabilisatoren abzufedern. Die Mitgliedstaaten setzen sich mittelfristige Haushaltsziele, die unter Wahrung eines haushaltspolitischen Handlungsspielraums die Fortschritte hin zu tragfähigen Staatsfinanzen verankern sollen. Die zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels erforderlichen Anpassungen sind struktureller Art (d. h. ohne Berücksichtigung konjunktureller Einflüsse und einmaliger Maßnahmen), sodass sie im Allgemeinen das vollständige Wirken der automatischen Stabilisatoren ermöglichen. Letztere sollten ausreichen, um normale konjunkturelle Schwankungen auf nationaler Ebene aufzufangen. Unter diesen Bedingungen wird eine diskretionäre Feinsteuerung des Konjunkturzyklus mittels aktiver fiskalpolitischer Maßnahmen in der Regel als wenig wirksam erachtet.⁴ Allerdings enthält der SWP keine Regeln zur Finanzpolitik von Ländern, die die Mindestanforderungen übertroffen haben, sodass er in dieser Hinsicht asymmetrisch ist.

Das derzeitige finanzpolitische Regelwerk der EU enthält keine Vorschriften oder Instrumente zur unmittelbaren Beeinflussung des aggregierten fiskalischen Kurses im Euroraum. Hierin liegt ein wesentlicher Unterschied zu einer Fiskalföderation wie in den Vereinigten Staaten. Ohne ein zentrales finanzpolitisches Instrumentarium ist der euroraumweite Fiskalkurs nichts weiter als die Summe der nationalen fiskalischen Ausrichtungen. Zuweilen scheint in der

² Siehe auch EZB, Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik, Monatsbericht Januar 2004.

³ Siehe Artikel 121 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Dieser besagt: „Die Mitgliedstaaten betrachten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse und koordinieren sie im Rat“. In Artikel 126 AEUV heißt es: „Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite“. Des Weiteren sieht Artikel 126 vor, dass die Einhaltung der Haushaltsdisziplin anhand von zwei Kriterien – der Defizitquote sowie der Schuldenquote – geprüft wird. Die hierfür geltenden Referenzwerte von 3 % bzw. 60 % sind in Protokoll (Nr. 12) über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit festgelegt.

⁴ Siehe EZB, Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise, Monatsbericht April 2004, und EZB, Die Wirkungsweise automatischer fiskalischer Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht April 2002.

Gesamtbetrachtung jedoch eine aktivere Steuerung des fiskalischen Kurses im Euroraum geboten. Der SWP gestattet den Ländern zwar, bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen zu ergreifen, sofern hierdurch nicht die mittelfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen gefährdet wird. Aber Länder, die über fiskalische Handlungsspielräume verfügen, werden nicht verpflichtet, diese zu nutzen. Es gibt somit keine Garantie dafür, dass die Koordinierung der einzelstaatlichen Finanzpolitik durch den SWP zu einem auf Euroraumebene angemessenen fiskalischen Kurs führt. Vor diesem Hintergrund sollte laut dem Mitte 2015 vorgelegten Fünf-Präsidenten-Bericht sichergestellt werden, dass „nationale Haushaltssalden in der Summe einen angemessenen finanzpolitischen Kurs für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes ergeben“.⁵

Als Einzelmaßnahme einer umfassenden Überarbeitung des institutionellen Ordnungsrahmens der WWU ist im Fünf-Präsidenten-Bericht die aktivere Steuerung des euroraumweiten fiskalischen Kurses angedacht. Durch die Gründung einer Fiskalbehörde für das Eurogebiet soll die gemeinsame Entscheidungsfindung im Bereich der Finanzpolitik intensiviert werden. Des Weiteren schlägt der Bericht die Einrichtung einer zentralen Funktion zur makroökonomischen Stabilisierung vor, die die auf einzelstaatlicher Ebene wirkenden automatischen Stabilisatoren ergänzen soll, wenn die Staatshaushalte durch sehr große gesamtwirtschaftliche Schocks in Schieflage geraten.

Bei ihrer Beurteilung der „Angemessenheit“ des fiskalischen Kurses auf nationaler sowie auf Ebene des Eurogebiets insgesamt wird die Europäische Kommission künftig durch den Europäischen Fiskalausschuss beraten, der im September 2016 seine Arbeit aufnehmen wird. Damit sollte dem Fünf-Präsidenten-Bericht zufolge „für eine bessere Einhaltung der gemeinsamen Fiskalregeln, eine fundiertere öffentliche Debatte und eine engere Koordinierung“ der nationalen Finanzpolitik gesorgt sein.⁶

Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Beitrag das Konzept eines auf Euroraumebene angemessenen fiskalischen Kurses unter Berücksichtigung des institutionellen Ordnungsrahmens der EU erörtert. Dabei werden die jüngsten Initiativen beurteilt, die mittels einer verbesserten Koordinierung der einzelstaatlichen Finanzpolitik euroraumweit für eine angemessene fiskalische Ausrichtung sorgen und so ein ausgewogenes Verhältnis zwischen den angestrebten Zielen tragfähiger Staatsfinanzen und makroökonomischer Stabilisierung schaffen wollen.

Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 wird die Entwicklung des fiskalischen Kurses im Euroraum während der vergangenen zehn Jahre umrissen. Abschnitt 3 erörtert das Konzept eines auf Euroraumebene angemessenen Fiskalkurses. Abschnitt 4 befasst sich mit den Beschränkungen, denen die Koordinierung des euroraumweiten fiskalischen Kurses durch das derzeitige finanzpolitische Regelwerk der EU unterliegt. Ausgehend von dieser Analyse

⁵ Siehe Fußnote 1.

⁶ Siehe Fußnote 1.

werden in Abschnitt 5 Überlegungen zur institutionellen Ausgestaltung des künftigen Europäischen Fiskalausschusses sowie zu einer Fiskalbehörde und einer Fiskalkapazität für den Euroraum angestellt. In Abschnitt 6 folgt eine Zusammenfassung.

2 Zur Entwicklung des fiskalischen Kurses im Euro-Währungsgebiet in der jüngeren Zeit

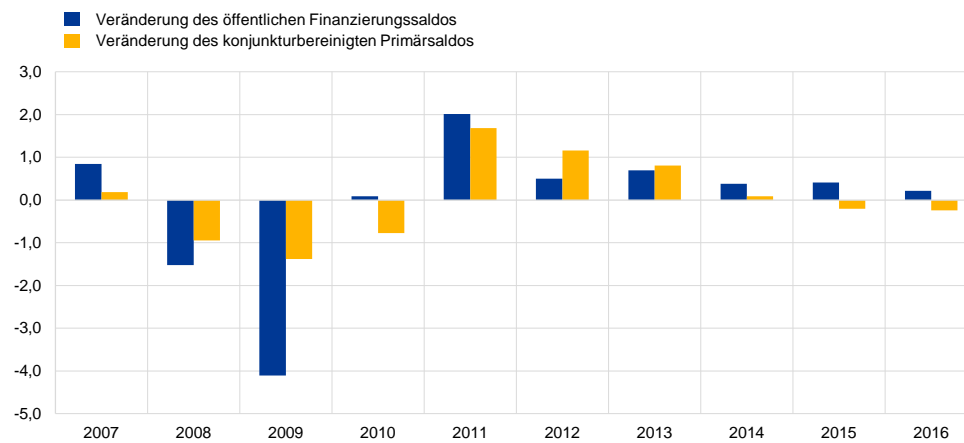
Mit dem fiskalischen Kurs sollen die diskretionären Maßnahmen der Regierungen abgebildet werden. Hierfür kommen in der Praxis vorwiegend zwei Größen zur Anwendung (siehe Kasten 1). Die erste Messgröße besteht in der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, bei dem zyklische Komponente und Zinsausgaben aus dem Gesamtsaldo herausgerechnet sind. Bei der zweiten Messgröße handelt es sich um Schätzungen der diskretionären Maßnahmen nach dem Bottom-up-Ansatz, welche die Summe der in den nationalen Haushalten enthaltenen Ergebnisse finanzpolitischer Maßnahmen darstellen.

Wie Abbildung 1 zeigt, scheint der aggregierte fiskalische Kurs im Euroraum nach mehreren Jahren der Straffung nunmehr leicht expansiv zu sein. In der Abbildung wird die fiskalische Ausrichtung (gemessen anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos) im Zeitraum von 2007 bis 2016 dargestellt. Die 2008-2010 aufgetretene Lockerung ist verschiedenen fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen zuzuschreiben – so auch dem Europäischen Konjunkturprogramm (EERP) der Kommission vom November 2008, welches auf Euroraumebene mit rund 1,5 % des BIP zu Buche schlug. Die darauf folgende Straffung des fiskalischen Kurses im Eurogebiet von 2011 bis 2013 spiegelte umfassende Konsolidierungsprogramme von Euro-Ländern zur Wiederherstellung der Schulden-tragfähigkeit und zur Korrektur der übermäßigen Defizite, die während der Staatsschuldenkrise aufgetreten waren, wider. Im Jahr 2014 war die fiskalische Ausrichtung weitgehend neutral, da in den meisten Euro-Ländern weitreichende Konsolidierungsmaßnahmen ausblieben. In ihrer Winterprognose 2016 rechnet die Europäische Kommission damit, dass die Finanzpolitik 2015-2016 auf Ebene des gesamten Euroraums leicht expansiv ausgerichtet sein wird.

Abbildung 1

Veränderung des öffentlichen Finanzierungssaldos und des konjunkturbereinigten Primärsaldos im Euro-Währungsgebiet insgesamt

(in % des BIP)



Quellen: AMECO, EZB-Berechnungen.

Kasten 1

Messung des fiskalischen Kurses

Konjunkturimpulse der Fiskalpolitik werden zunächst über mehrere Kanäle übertragen, die sich je nach Einflussmöglichkeit der Regierung in Bezug auf die kurzfristigen Haushaltsergebnisse unterscheiden. Hier ist insbesondere die Wirkung über die automatischen Stabilisatoren zu nennen, die durch inhärente Merkmale der öffentlichen Haushalte einen automatischen Puffer für die Nachfrage des privaten Sektors bilden. So kommt es während eines Wirtschaftsabschwungs ohne Zutun der Regierung zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Sozialausgaben sowie zu einem tendenziellen Rückgang der Steuereinnahmen, was zur Glättung des Konjunkturzyklus beiträgt. Der Wirkungsgrad der automatischen Stabilisatoren hängt insbesondere von der Größe des Sozial- und Steuersystems ab.⁷ Darüber hinaus kann die Fiskalpolitik auch über die Umsetzung diskretionärer, einnahmen- und ausgabenwirksamer Haushaltsmaßnahmen die Konjunktur beeinflussen.⁸

Der fiskalische Kurs soll ausschließlich den Teil des anfänglichen Konjunkturimpulses abbilden, der von den diskretionären Maßnahmen der Regierung ausgeht. In der Praxis wird der Fiskalkurs vorwiegend anhand von zwei Größen bemessen. Die erste Messgröße besteht in der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos,⁹ d. h. des öffentlichen Finanzierungssaldos ohne zyklische Komponente und Zinsausgaben. Bei der zweiten Messgröße handelt es sich um

⁷ Die im Rahmen der Staatsverschuldung anfallenden Zinsausgaben spielen ebenfalls eine Rolle, da es sich hierbei um Kapitalströme zwischen Regierung und Volkswirtschaft handelt. Auf kurze Sicht kann die Regierung jedoch nur begrenzt Einfluss auf den Umfang der Zinsausgaben nehmen und wenn, dann in erster Linie über die Schuldenverwaltung.

⁸ Ein Überblick über den Fiskalimpuls und seine Komponenten findet sich in: A. van Riet (Hg.), Euro area fiscal policies and the crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 109, 2010, S. 22-26.

⁹ Varianten dieser Messgröße wie die Veränderung des strukturellen Saldos oder des strukturellen Primärsaldos (siehe Kasten 3) sind ebenfalls geläufig.

Schätzungen der diskretionären Maßnahmen nach dem Bottom-up-Ansatz, welche die Summe der in den nationalen Haushalten enthaltenen Ergebnisse finanzpolitischer Maßnahmen darstellen.

Der anhand des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessene Fiskalkurs ist nur schwer in Echtzeit abzuschätzen. Zum einen setzt eine Trennung politisch bedingter Veränderungen des unbereinigten Finanzierungssaldos vom Einfluss des Konjunkturzyklus eine Messung der Produktionslücke, d. h. der Differenz zwischen tatsächlichem BIP und Produktionspotenzial, voraus. Echtzeit-Schätzungen der Produktionslücke – also einer nicht beobachtbaren Größe – unterliegen allerdings häufig nachträglichen Revisionen. Daher ist eine genaue Messung des fiskalischen Kurses in Echtzeit kaum möglich, denn der Fiskalimpuls wird entweder zu stark oder nicht ausreichend auf diskretionäre Maßnahmen zurückgeführt.¹⁰ Zum anderen kann der fiskalische Kurs in Echtzeit durch eine nicht den Standard-Elastizitäten entsprechende Reaktion der Staatseinnahmen auf das Wirtschaftswachstum verzerrt sein. So ist es beispielsweise möglich, dass bei einem Wirtschaftsaufschwung der gemessene Fiskalkurs einen Anstieg der Staatseinnahmen signalisiert, der in Echtzeit auf diskretionäre Maßnahmen zurückgeführt wird. Im Nachhinein stellt sich aber womöglich heraus, dass dieser Anstieg durch unerwartete Mehreinnahmen infolge temporärer Veränderungen der Steuerbasis aufgrund von Schwankungen etwa der Vermögens- und Ölpreise bedingt war.

Im Gegensatz dazu zielen Schätzungen der diskretionären Maßnahmen nach dem Bottom-up-Ansatz darauf ab, die Wirkung der einzelnen steuerlichen und ausgabenseitigen Maßnahmen zu identifizieren. Was die Einnahmenseite betrifft, so gestaltet sich die Identifizierung einer Maßnahme und die Quantifizierung ihres Effekts im Vergleich zum Basis-szenario relativ problemlos. Auf der Ausgabenseite ist die Unterscheidung zwischen einer konkreten Maßnahme und sonstigen wirtschaftlichen Einflüssen (z. B. der Arbeitslosigkeit oder der demografischen Zusammensetzung) jedoch weniger eindeutig, weshalb die Entwicklung der Staatsausgaben anhand eines entsprechenden – idealerweise exogenen – Referenzwerts gemessen werden muss. So basiert die Ausgabenregel des präventiven Teils des SWP auf einem langfristigen Durchschnitt des Potenzialwachstums, während der Bottom-up-Ansatz des korrektiven Teils des SWP das Trendwachstum zugrunde legt. Diese Wachstumsvariablen sind ebenfalls nicht beobachtbar.¹¹

Alles in allem müssen Empfehlungen zum fiskalischen Kurs den Einschränkungen bezüglich seiner Messung Rechnung tragen. Nicht nur diskretionäre Maßnahmen, sondern auch die Stoßrichtung des fiskalischen Kurses lassen sich nur schwer „exakt“ in Echtzeit quantifizieren. Ob es sich um eine Verschärfung oder eine Lockerung des Kurses in einem sich verbessernden oder sich verschlechternden Wirtschaftsumfeld handelt, ist nicht eindeutig feststellbar, da es nicht einfach ist, die Position eines Landes im Konjunkturzyklus zu ermitteln.

¹⁰ Siehe hierzu C. Kamps, R. De Stefani, N. Leiner-Killinger, R. Ruffer und D. Sondermann, The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 157, 2014.

¹¹ Siehe hierzu EZB, Zur Beurteilung der haushaltspolitischen Konsolidierung, Monatsbericht Oktober 2014.

3 Zur Angemessenheit des fiskalischen Kurses im Euro-Währungsgebiet

3.1 Fiskalischer Kurs und Zielkonflikt zwischen Tragfähigkeit und Stabilisierung

In einem normalen Konjunkturzyklus gilt eine diskretionäre Fiskalpolitik gemeinhin als ein schwaches Instrument zur makroökonomischen Stabilisierung. Erstens ist die Beschließung und Umsetzung einer fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahme – vor allem umfassender neuer Programme – langwierig („Umsetzungsverzögerung“). Zweitens lassen sich konjunkturstützende Maßnahmen aufgrund des Widerstands der Begünstigten tendenziell nur schwer wieder umkehren. Drittens gestaltet sich die akkurate Messung des Umfangs, des Zeitpunkts und der wirtschaftlichen Wirkungsweise eines Fiskalimpulses schwierig. Infolgedessen besteht beispielsweise die Gefahr, dass der wirtschaftliche Effekt einer diskretionären fiskalpolitischen Maßnahme erst dann zum Tragen kommt, wenn bereits wieder eine Konjunkturbelebung eintritt, sodass aus dem antizyklischen ein prozyklisches Instrument wird.¹²

Es herrscht daher weitgehend Einigkeit darüber, dass die automatischen fiskalischen Stabilisatoren hier das Mittel der ersten Wahl sind, da sie vorhersehbar und systematisch auf normale asymmetrische Schocks reagieren.¹³ So kommt es während eines Wirtschaftsabschwungs ohne Zutun der Regierung zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Sozialausgaben sowie zu einem tendenziellen Rückgang der Steuereinnahmen, was zur Glättung des Konjunkturzyklus beiträgt. In den einzelnen Euro-Ländern schwankt das Ausmaß dieser automatischen Stabilisatoren, aber im Durchschnitt des Euroraums ist es – z. B. im Vergleich mit den USA – aufgrund der umfangreicheren Sozial- und Steuersysteme der Euro-Staaten relativ groß.¹⁴

¹² Siehe J. B. Taylor, Reassessing discretionary fiscal policy, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 14, Nr. 3, 2000, S. 21-36. Eine ausführliche Erörterung der wirtschaftlichen Bedeutung fiskalpolitischer Stimulierungsmaßnahmen einschließlich wünschenswerter Merkmale (zeitnah, zielgerichtet, zeitlich befristet) findet sich bei A. van Riet, a. a. O.

¹³ Herkömmliche neuklassische DSGE-Modelle (dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle) spiegeln ebenfalls die vorherrschende Ansicht wider, dass die Schlüsselrolle in puncto makroökonomischer Stabilisierung der Geldpolitik zukommen und sich die Rolle der Finanzpolitik auf das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren beschränken sollte. Siehe C. Brendon und G. Corsetti, COEURE Survey: Fiscal and Monetary Policies after the Crises, Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 11088, 2016. Vgl. hierzu die Erörterung bei A. van Riet, a. a. O.

¹⁴ Die Schätzungen der einzelnen Studien fallen unterschiedlich aus. Siehe z. B. M. Dolls, C. Fuest und A. Peichl, Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe, Working Paper Series des NBER, Nr. 16275, 2010. Die Verfasser kommen zu dem Ergebnis, dass die automatischen Stabilisatoren in der EU 38 %, in den USA jedoch nur 32 % eines proportionalen Einkommensschocks auffangen.

In Ausnahmefällen können die automatischen Stabilisatoren alleine auch als ein unzureichendes Instrument zur Abfederung des stark negativen und lang anhaltenden Effekts deutlicher Konjunkturausschläge betrachtet werden.¹⁵

Zugleich ist bei derartigen Gegebenheiten ein diskretionärer Fiskalimpuls im Allgemeinen wirksamer. Auch wenn sich die kurzfristigen Fiskalmultiplikatoren nur mit erheblicher Unsicherheit quantifizieren lassen, weisen neuere Belege darauf hin, dass sie während tiefer Rezessionen oder Finanzkrisen bzw. bei eingeschränkter Geldpolitik umfangreicher sind. In Zeiten einer schweren oder ausgedehnten Krise ist die Gefahr einer Fehlidentifizierung eines Schocks und seiner Tragweite eher begrenzt, sodass auch die Gefahr einer politischen Fehlentscheidung geringer ist. Gleichzeitig können die Fiskalmultiplikatoren gering (oder gar negativ) ausfallen, wenn die öffentlichen Schuldenstände hoch sind und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung zunehmend in Zweifel gezogen wird.¹⁶

Der fiskalische Kurs wirkt sich sowohl auf die Tragfähigkeit als auch auf die Stabilisierung aus. Hieraus ergibt sich ein Zielkonflikt bei der expansiven Ausrichtung der Finanzpolitik. So würde ein Fiskalimpuls tendenziell auf kurze Sicht die Produktion steigern, gleichzeitig aber schuldensteigernd wirken und damit die Tragfähigkeitsrisiken erhöhen. Die Größenordnung der einzelnen Effekte richtet sich nach der Beschaffenheit des Fiskalimpulses (z. B. dauerhaft/vorübergehend, Art der fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahme), der Ausgangslage des Staatshaushalts, den beobachteten finanziellen und gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und dergleichen mehr.¹⁷

In aller Regel gilt der fiskalische Kurs als angemessen, wenn er sowohl das Tragfähigkeits- als auch das Stabilisierungsziel der Finanzpolitik gebührend berücksichtigt. Es gibt also nicht nur den einen „angemessenen“ fiskalischen Kurs, sondern deren mehrere. Bei allen werden die beiden Zielsetzungen miteinander vereinbart, sie werden jedoch unterschiedlich gewichtet. In der theoretischen und empirischen Literatur finden sich keine eindeutigen Erkenntnisse zur optimalen Gewichtung der Ziele. Gleichwohl wird dort darauf hingewiesen, dass die Regierungen stark verschuldeter Staaten energischer auf Tragfähigkeitsrestriktionen reagieren sollten. In der Tat wird in einer solchen Situation über den Zinskanal der Effekt fiskalischer Anpassungen auf die Produktionsstabilisierung durch Vertrauenseffekte geschmälert. Daher setzt eine Empfehlung bezüglich des „angemessenen“ fiskalischen Kurses die Operationalisierung des Tragfähigkeits- und des Stabilisierungsziels voraus; dies bedeutet, dass auch der Schuldenstand des Landes zu

¹⁵ Siehe hierzu C. Brendon und G. Corsetti, a. a. O. Zwar warnt Taylor (a. a. O.), dass die diskretionäre Fiskalpolitik als antizyklisches Instrument gegenüber der Geldpolitik in der Regel benachteiligt ist. Sobald die Geldpolitik aber durch die Nullzinsgrenze eingeschränkt sei, könne gegebenenfalls auch das fiskalpolitische Instrumentarium zum Tragen kommen. In diesem Fall wäre die Verwendungsart der Maßnahmen explizit anzugeben, da fiskalpolitische Regeln schwieriger zu spezifizieren und praktisch durchzusetzen sind, als dies bei der Geldpolitik der Fall ist. Siehe hierzu auch die Ausführungen in Kasten 2.

¹⁶ Siehe hierzu EZB, Fiskalmultiplikatoren und Zeitpunkt der Haushaltskonsolidierung, Monatsbericht April 2014.

¹⁷ Zu einer Erörterung der Effekte der Haushaltskonsolidierung auf Produktion und Schuldenstand siehe auch T. Warmedinger, C. Checherita-Westphal und P. Hernández de Cos, Fiscal multipliers and beyond, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 162, 2015.

berücksichtigen ist (siehe hierzu Kasten 3, der sich mit den einschlägigen Messgrößen der Europäischen Kommission befasst).

Die Messung des Stabilisierungsbedarfs ist nicht ohne Weiteres möglich. Im Allgemeinen wird sich die Regierung bei ihrer Entscheidung für eine Erhöhung bzw. Verringerung der Konjunkturstützung von der Wirtschaftslage leiten lassen. Als Messgrößen können die Größe der Produktionslücke und die Geschwindigkeit, mit der die Regierung diese zu schließen gedenkt, dienen. Wie jedoch in Kasten 1 dargelegt wird, sind Schätzungen zur Produktionslücke mit erheblicher Unsicherheit behaftet, sodass von ihnen falsche Signale in Echtzeit bezüglich des Stabilisierungsbedarfs ausgehen können.¹⁸ Aus diesem Grund ist die Geldpolitik schon vor geraumer Zeit dazu übergegangen, nicht beobachtbaren Indikatoren wie der Produktionslücke – deren Fehlmessung einer der wichtigsten Bestimmungsfaktoren der „Großen Inflation“ der 1970er-Jahre war – bei ihrer Analyse weniger Beachtung zu schenken.¹⁹

Auch für die Beurteilung der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung eines Landes gibt es keinen einfachen Indikator. Die öffentliche Verschuldung gilt als tragfähig, wenn die aufgelaufenen Staatsschulden jederzeit bedient werden können.²⁰ Allerdings hängt die Schuldentragfähigkeitsanalyse von den zugrunde gelegten Annahmen ab.²¹ Im Allgemeinen sollte eine umfassende Analyse der Schuldentragfähigkeit sowohl die Schuldendynamik als auch die Höhe des Schuldenstands, bei der sich dieser stabilisiert, berücksichtigen. Ferner sollte sie anhand verschiedener Negativszenarien die Widerstandsfähigkeit der Schuldentwicklung testen und auch sonstige relevante Indikatoren mit einbeziehen (z. B. Bruttofinanzierungsbedarf, Struktur der Staatsverschuldung, Spielraum für Eventualverbindlichkeiten, Qualität der Institutionen, politische Risiken). Die Europäische Kommission zieht für ihre Tragfähigkeitsanalysen, die sie gemäß dem europäischen Ordnungsrahmen anstellt, drei Indikatoren heran. Neben einer breiter angelegten Schuldentragfähigkeitsanalyse sollen diese auch die zusammenfassende Abbildung kurz-, mittel- und langfristiger Risiken ermöglichen. Kasten 2 enthält einen Abriss der Literatur über vergangenheitsbezogene (geschätzte) fiskalische Reaktionsfunktionen und daraus hervorgehende empirische Belege für den Umgang der Regierungen mit dem Stabilisierungs- und dem Tragfähigkeitsziel.

¹⁸ Sie J. Cimadomo, Fiscal policy in real time, in: The Scandinavian Journal of Economics, Bd. 114, Nr. 2, 2012, S. 440-465, und C. Kamps et al., a. a. O.

¹⁹ Siehe EZB, Die „Große Inflation“: Lehren für die Geldpolitik, Monatsbericht Mai 2010.

²⁰ Zu den theoretischen und praktischen Tragfähigkeitskonzepten siehe EZB, Analyse der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht April 2012.

²¹ Zu den verschiedenen Analyserahmen siehe z. B. IWF, Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 2013, und Europäische Kommission, Fiscal Sustainability Report 2015, Januar 2016.

Kasten 2

Fiskalische Reaktionsfunktionen

Die Literatur zu fiskalischen Reaktionsfunktionen kann Aufschluss über Maßnahmen im Hinblick auf Tragfähigkeit und Stabilität geben, die die Euro-Länder in der Vergangenheit ergriffen haben. Wenngleich die bisher verfolgte Finanzpolitik per se nicht ausreicht, um eine angemessene Politik für die Zukunft zu gewährleisten, so kann sie dennoch wertvolle Hinweise dafür liefern, wieviel Bedeutung die Staaten der Tragfähigkeit bzw. Stabilisierung beigemessen haben. Fiskalische Reaktionen werden nach Bohn (1998) im Allgemeinen als vager Test für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen herangezogen.²² Entsprechend ist davon auszugehen, dass die Staaten die Tragfähigkeitsrestriktionen beachten, wenn sie auf einen Anstieg der öffentlichen Schuldenquote systematisch mit einer Anhebung ihres Primärüberschusses reagieren.²³ Auch die Forschung hat sich mit diesbezüglichen Themen befasst, so etwa Taylor (2000)²⁴, der auf der Grundlage der Literatur zu geldpolitischen Regeln die „fiskalische Reaktion“ schätzte, oder Leeper (1991)²⁵ mit seiner Arbeit zu aktiven und passiven finanzpolitischen Regimes. Die meisten empirischen Untersuchungen zu fiskalischen Reaktionsfunktionen überprüfen die Tragfähigkeit anhand einer Schätzung der fiskalischen Reaktion (i. d. R. des Primärsaldos, aber auch des konjunkturbereinigten Primärsaldos) auf die Schuldenquote der vorangegangenen Periode sowie unter Berücksichtigung konjunktureller Einflüsse (aktuelle Produktionslücke) und anderer Faktoren. Mithilfe der Spezifizierung einer fiskalischen Reaktionsfunktion für Verschuldung und Produktionslücke kann eingeschätzt werden, wie sehr sich die Finanzpolitik um eine Stabilisierung von öffentlichem Schuldenstand und Produktion bemüht (oder auch nicht).²⁶

Während eine geldpolitische Regel wie die Taylor-Regel in der Praxis starke Berücksichtigung findet und in Bezug auf vergangene Perioden durchaus zielführend ist,²⁷ liefert die fiskalische Reaktionsfunktion keine Referenzgröße für Reaktionskoeffizienten, aus der ein normatives Verhalten abzuleiten wäre. Stattdessen wird ein statistisch signifikanter positiver Reaktionskoeffizient für die vorangegangene Schuldenquote als ausreichende, wenngleich nicht erforderliche Tragfähigkeitsbedingung herangezogen. Je höher der Koeffizient ist, desto stärker fällt die Reaktion auf einen Anstieg des Schuldenstands aus. Schlüsse zur Schuldentragfähigkeit sollten möglichst nicht einzig und allein aus Schätzungen zu fiskalischen Reaktionsfunktionen in der Vergangenheit gezogen werden. Was den Umgang der Finanzpolitik mit der Produktionslücke

²² Siehe H. Bohn, The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 113, Nr. 3, 1998.

²³ Wie auch in mehreren Studien dargelegt wird, handelt es sich hierbei lediglich um einen vagen Test der Tragfähigkeit, da u. a. von einer Obergrenze für die Primärüberschussquote auszugehen ist. Bei sehr hohen Schuldenquoten steigt die Wahrscheinlichkeit nachlassender Konsolidierungsanstrengungen. Siehe A. R. Gosh, J. I. Kim, E. G. Mendoza, J. D. Ostry und M. S. Quereshi, Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies, in: Economic Journal, Bd. 123, Nr. 566, Februar 2013, S. F4-F30.

²⁴ Siehe J. B. Taylor, a. a. O. Zur Anwendung dieser Methode siehe J. Galí und R. Perotti, Fiscal policy and monetary integration in Europe, in: Economic Policy, Bd. 18, Nr. 37, Oktober 2003, S. 533-572.

²⁵ Siehe E. Leeper, Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 27, Nr. 1, 1991, S. 129-147. Zur Anwendung dieser Methode siehe A. Afonso und P. Toffano, Fiscal regimes in the EU, Working Paper Series der EZB, Nr. 1529, April 2013.

²⁶ Siehe hierzu auch M. Plödt und C. Boeing-Reicher, Estimating fiscal policy reaction functions: The role of model specification, in: Journal of Macroeconomics, Bd. 46, Dezember 2015, S. 113-128.

²⁷ Taylor (a. a. O.) schlug für die Reaktion realer Kurzfristzinsen sowohl für die Produktions- als auch für die Inflationslücke einen Koeffizienten von 0,5 vor; dieser Wert entspreche in etwa jenen, die in den USA während der Achtziger- und Neunzigerjahre häufig in empirischen Arbeiten verwendet wurden, und führe bei Modellsimulationen zu guten Ergebnissen.

betrifft, so wird ein statistisch signifikanter positiver (negativer) Koeffizient in der Regel als Hinweis auf eine antizyklische (prozyklische) Fiskalpolitik gedeutet.

In Bezug auf die Euro-Länder konstatiert die einschlägige Literatur im Allgemeinen, dass die Staaten des Euroraums im Durchschnitt den Tragfähigkeitsrestriktionen (in gewissem Umfang) Rechnung getragen haben. Die Reagibilität scheint während der jüngsten Staatsschuldenkrise, die mit der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise 2008 ihren Anfang nahm, deutlich höher gewesen zu sein.²⁸ Insgesamt gibt es Anzeichen von Nichtlinearitäten beim Umgang der Regierungen mit der Verschuldung, da das Tragfähigkeitsziel bei einem höheren Schuldenstand stärker in den Vordergrund rückt.²⁹ Die Evidenz zur Reagibilität in der Zeit nach Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags und Gründung der Währungsunion ist weniger eindeutig, wobei einige der jüngsten Studien auf eine im Schnitt stärkere Reaktionsbereitschaft nach der Vertragsunterzeichnung schließen lassen, welche im Euroraum vor Einsetzen der Krise allerdings wieder schwächer wurde.³⁰

Was die stabilisierende Funktion der Fiskalpolitik betrifft, so kommt insbesondere die deutliche antizyklische Rolle der automatischen Stabilisatoren offenbar stärker zum Tragen als diskretionäre Maßnahmen. Einigen früheren Studien zufolge lässt beispielsweise nichts darauf schließen, dass der Maastricht-Vertrag und der SWP die Wirkung der automatischen Stabilisatoren in den Euro-Ländern verhindert hätten. Vielmehr scheinen die Staaten die antizyklische Ausrichtung ihrer Fiskalpolitik (bis 2002) intensiviert zu haben.³¹ Diese und andere Studien konstatieren, dass die Finanzpolitik insgesamt wie auch deren diskretionäre Komponente seit dem Maastricht-Vertrag antizyklisch reagiert hätten. Allerdings ist die zur diskretionären Finanzpolitik sowie die zur Reagibilität seit Bestehen des Euroraums vorliegende Evidenz weniger aussagekräftig.

Insgesamt betrachtet haben die Regierungen im Euroraum nachweislich sowohl das Stabilisierungs- als auch das Tragfähigkeitsziel im Blick. Mehrere Studien deuten auf diesbezügliche Verbesserungen bei der Durchführung der Finanzpolitik seit Maastricht sowie auf schwächere Reaktionen zu Beginn der Währungsunion hin. Im Hinblick auf die Tragfähigkeit hat sich die Krise disziplinierend ausgewirkt, da nunmehr stärker als zuvor auf die in vielen Euro-Ländern krisenbedingt ansteigende Verschuldung geachtet wurde (zumindest bis 2012/2013, dem letzten erforschten Zeitraum).

²⁸ Siehe u. a. die Analyse und den Überblick zur fiskalischen Reaktionsfunktion im Fiscal Sustainability Report 2015 der Europäischen Kommission, a. a. O.

²⁹ Siehe z. B. O. De Groot, F. Holm-Hadulla und N. Leiner-Killinger, Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment, in: Journal of International Money and Finance, Bd. 59, 2015, S. 23-48 und Plödt und Boeing-Reicher, a. a. O. Bei sehr hohen Schuldenquoten steigt die Wahrscheinlichkeit nachlassender Konsolidierungsanstrengungen. Siehe Gosh et al., a. a. O.

³⁰ Siehe z. B. A. S. Bénétrix und P. R. Lane, Fiscal cyclicalities and EMU, in: Journal of International Money and Finance, Bd. 34(C), 2013, S. 164-176; Plödt und Boeing-Reicher, a. a. O.; A. Weichenrieder und J. Zimmer, Euro membership and fiscal reaction functions, in: International Tax and Public Finance, Bd. 21, Nr. 4, 2014, S. 598-613. Die zweite Studie warnt jedoch davor, dass die abweichende Reaktion seit Bestehen des Euroraums in puncto statistischer Signifikanz auf Veränderungen der Spezifikation, etwa einen Ausschluss Griechenlands aus der Stichprobe, reagiert.

³¹ Siehe Gali und Perotti, a. a. O.

3.2 Merkmale eines auf Ebene des Euro-Währungsgebiets angemessenen fiskalischen Kurses

Wie auf nationaler Ebene würde auch ein auf Ebene des gesamten Euroraums angemessener Fiskalkurs ein ausgewogenes Verhältnis zwischen dem Tragfähigkeits- und dem Stabilisierungsziel anstreben. Der makroökonomische Stabilisierungsbedarf würde anhand der Produktionslücke für das Eurogebiet insgesamt ermittelt. Ausgangspunkt für die Einschätzung der Schuldentragfähigkeitsrisiken wäre die gemessene Entwicklung des aggregierten öffentlichen Schuldenstands.

Allerdings ist der euroraumweite Fiskalkurs gegenwärtig ein rein rechnerisches Konzept, bei dem die einzelstaatliche Ausrichtung der Finanzpolitik aggregiert wird. Da es kein zentrales Fiskalinstrument gibt, bildet der fiskalische Kurs des Eurogebiets lediglich die Summe der auf nationaler Ebene ergriffenen diskretionären Maßnahmen ab. Hinter der auf Euroraumebene beobachteten fiskalischen Ausrichtung können sich daher sehr unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern verbergen, so z. B. eine Kurslockerung in den einen Staaten und eine finanzpolitische Straffung in den anderen Staaten. Daher spiegelt das Ergebnis die tatsächlichen Verhältnisse nicht immer optimal wider.

Uneinheitlichkeiten zwischen den Bewertungen des Fiskalkurses der Länder- und der Euroraumebene können mehrere Ursachen haben. So kann den beiden finanzpolitischen Zielen, d. h. Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und makroökonomische Stabilisierung, jeweils unterschiedliche Priorität eingeräumt worden sein. Daher führt die Finanzpolitik der einzelnen Länder nicht zwangsläufig zu einem „optimalen“ Ergebnis für das Eurogebiet insgesamt. Des Weiteren können vorherige Verstöße gegen die Bestimmungen des SWP und hieraus erwachsende Tragfähigkeitsbedenken Probleme aufwerfen, wenn in einigen Euro-Ländern eine prozyklische Kursstraffung erforderlich ist, andere Staaten aber aufgrund von Haushaltsspielräumen und günstigen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen keinen Anreiz für eine expansive Ausrichtung ihrer Finanzpolitik haben. Tatsächlich hat die Euro-Gruppe im Zuge ihrer Prüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung der Euro-Länder mehrmals betont, dass der aus den Planungen hervorgehende aggregierte Fiskalkurs weitgehend als angemessen angesehen werden könne, seine länderspezifische Ausgestaltung aber problembehaftet sei, da Staaten mit verbleibenden Haushaltsungleichgewichten die SWP-Vorgaben verfehlten, während Staaten, die über fiskalische Handlungsspielräume verfügten, diese nicht vollständig nutzten.³²

³² Siehe z. B. Euro-Gruppe, Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2016, 23. November 2015.

Darüber hinaus werden die Effekte der nationalen Finanzpolitik auf die Volkswirtschaft des Eurogebiets durch eine rein rechnerische Aggregation unter Umständen nicht zutreffend erfasst. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn sich der in einem Euro-Staat gesetzte Fiskalimpuls auf andere Länder des Euroraums überträgt, was primär über die Handelsbeziehungen zwischen den Staaten geschieht.³³ Richtet beispielsweise ein Euro-Staat mit umfangreichen Handelsbeziehungen zu Nicht-Euro-Ländern seine Finanzpolitik expansiver aus, fällt der Anstieg der Binnennachfrage in diesem Land wie auch im Euroraum geringer aus, als wenn der gleiche Fiskalimpuls von einem Euro-Staat ausgeht, der hauptsächlich mit anderen Euro-Ländern Handel treibt. Die Beurteilung der Angemessenheit des Fiskalkurses für das Eurogebiet (als rein rechnerische Aggregation der einzelstaatlichen fiskalischen Ausrichtung) und dessen makroökonomischer Einfluss auf die Wirtschaft im Euroraum kann je nach Fiskalimpuls und der Größenordnung seiner Übertragungseffekte unterschiedlich sein.

So kann der fiskalische Kurs auf Euroraumebene nur dann als „angemessen“ eingestuft werden, wenn er den Tragfähigkeitserfordernissen aller Euro-Länder gerecht wird. Da in der WWU die Finanzpolitik in einzelstaatlicher Verantwortung verbleibt, muss die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in allen Teilnehmerländern sichergestellt sein. Ist sie in einem Land gefährdet, kann sich dies für die anderen Euro-Länder wie auch für gemeinsame politische Maßnahmen auf Euroraumebene negativ auswirken. Aus diesem Grund können Tragfähigkeitsindikatoren, die auf die aggregierte Schuldenquote im Eurogebiet angewandt werden, lediglich als Bezugsgröße dienen oder Anhaltspunkte liefern. Vor allem lässt sich ein für die Euroraumebene angestrebter fiskalischer Kurs nicht zwangsläufig durch die Aggregation der einzelstaatlichen finanzpolitischen Ausrichtungen erreichen, wenn in einigen Teilnehmerländern erhebliche Schuldentragfähigkeitsrisiken bestehen. Anders ausgedrückt: Je stärker die Divergenz zwischen den Schuldenständen der Euro-Länder, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass die Aggregation des landesspezifischen Fiskalkurses keine für den Euroraum insgesamt angemessene fiskalische Ausrichtung ergibt.

³³ Das Ausmaß der fiskalischen Übertragungseffekte hängt von einer Reihe von Faktoren ab, z. B. Handelselastizitäten sowie Vertrauenseffekte an den Finanzmärkten, die sich in Risikoprämien auf Staatsanleihen niederschlagen. Siehe hierzu im Einzelnen EZB, Fiskalische Ansteckungseffekte im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht April 2014.

Kasten 3

Metrik der Europäischen Kommission für die Beurteilung der Angemessenheit des fiskalischen Kurses

In ihrem „Report on Public Finances in EMU – 2015“ hat die Europäische Kommission ein Schema vorgeschlagen, mit dem die Angemessenheit des fiskalischen Kurses im Euro-Währungsgebiet beurteilt werden kann.³⁴ Bei diesem Ansatz wird die anhand der Veränderung des strukturellen Primärsaldos gemessene fiskalische Ausrichtung auf Basis von zwei Kriterien bewertet: zum einen der Notwendigkeit, langfristigen Tragfähigkeitsrisiken zu begegnen, und zum anderen dem Ziel, auf kurze Sicht eine makroökonomische Stabilisierung herbeizuführen.

Die Tragfähigkeitskomponente der Kommissionsbeurteilung ergibt sich aus einer Variante des „S1-Indikators“. Dieser quantifiziert die kumulierte Anpassung des strukturellen Primärsaldos in den kommenden fünf Jahren, welche erforderlich wäre, um die Staatsverschuldung bis 2030 auf 60 % des BIP zu verringern. Hierbei werden auch implizite Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit der Bevölkerungsalterung berücksichtigt. Ein Viertel dieser kumulierten Anpassung wird als die vorgezogenen Konsolidierungsanstrengungen betrachtet, die in einem bestimmten Jahr zur Erfüllung des Tragfähigkeitskriteriums erforderlich sind. Durch die Verteilung der Konsolidierung ist der S1-Indikator faktisch kein reiner Tragfähigkeitsindikator, sondern berücksichtigt implizit auch das Stabilisierungsziel. Betrachtet man die Tragfähigkeit allein, wäre es wünschenswert, dass sämtliche Bemühungen auf das erste Jahr vorgezogen würden, da dies die insgesamt erforderlichen Konsolidierungsanstrengungen minimiert.³⁵

Das zweite Kriterium der Kommissionsbeurteilung – die makroökonomische Stabilisierung – wird anhand der Veränderung des strukturellen Primärsaldos erfasst, die einer Verkleinerung der Produktionslücke um 25 % bzw. 50 % in einem bestimmten Jahr entspräche.³⁶ Bei der Beurteilung werden die Tragfähigkeits- und die Stabilisierungskomponente nicht mittels relativer Gewichte miteinander verknüpft, sondern separat bewertet. Auf diese Weise soll eher eine positive als eine normative Analyse der Entwicklung der öffentlichen Haushalte ermöglicht werden, indem ein Bogen zwischen dem Tragfähigkeits- und dem Stabilisierungserfordernis gespannt wird.³⁷

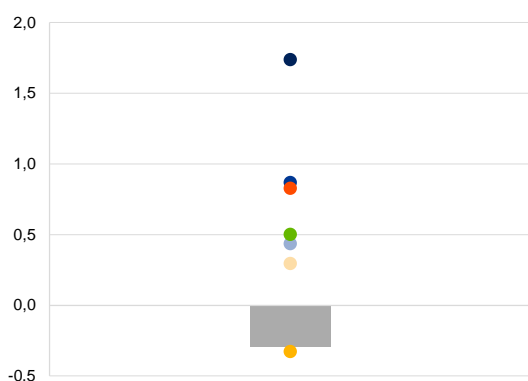
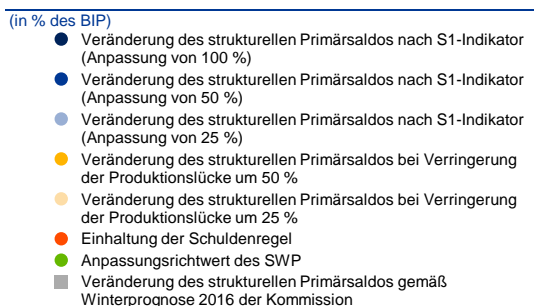
³⁴ Siehe Europäische Kommission, Report on Public Finances in EMU – 2015, European Economy – Institutional Papers, Nr. 14, Anhang 1, Dezember 2015.

³⁵ Siehe EZB, Fiskalmultiplikatoren und Zeitpunkt der Haushaltskonsolidierung, a. a. O., sowie T. Warmedinger et al., a. a. O.

³⁶ Die Veränderung des strukturellen Primärsaldos, die rechnerisch der angestrebten Anpassung der Produktionslücke entspräche, wird unter Verwendung eines Fiskalmultiplikators von 0,8 ermittelt.

³⁷ Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Anhang 1 des „Report on Public Finances in EMU – 2015“, a. a. O.

Abbildung A Beurteilung des fiskalischen Kurses 2016 im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Ähnlich wie die Analyse der Europäischen Kommission stellt Abbildung A beispielhaft eine Spanne für den angemessenen fiskalischen Kurs dar, wobei alternative Angaben für das Tragfähigkeits- und das Stabilisierungsziel zugrunde gelegt werden.

Derzeit ist zur Erreichung des Tragfähigkeitsziels eindeutig eine Straffung des fiskalischen Kurses im Euroraum erforderlich.

In ihrer Untersuchung geht die Kommission davon aus, dass 25 % der gesamten durch den S1-Indikator angezeigten Konsolidierungsmaßnahmen 2016 durchgeführt werden müssten, um das Tragfähigkeitskriterium zu erfüllen. Der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission zufolge beliefe sich eine solche Anpassung auf rund 0,4 % des BIP (siehe hellblauer Punkt in Abbildung A).³⁸ Sie liegt damit unter dem Anpassungsrichtwert des SWP von 0,5 % des BIP (siehe grüner Punkt in Abbildung A) und auch unter der Anpassung von rund 0,8 % des BIP, die erforderlich wäre, um die Lücke zum zukunftsbezogenen Richtwert des SWP für die

Schuldenrückführung zu schließen (siehe orangefarbener Punkt in Abbildung A). Indessen würde eine strukturelle Anpassung um 0,8 % des BIP das strukturelle Defizit im Eurogebiet – dem maximalen mittelfristigen Ziel des Fiskalpakts entsprechend – auf etwa 0,5 % des BIP verringern.³⁹ Damit würde auch grob geschätzt die Hälfte der gesamten durch den S1-Indikator implizierten Konsolidierungsanstrengungen vorgezogen (siehe mittelblauer Punkt in Abbildung A). Eine vollständige Schließung der gemäß S1-Indikator bestehenden Tragfähigkeitslücke würde eine Verbesserung des strukturellen Primärsaldos des Euro-Währungsgebiets im Umfang von rund 1,7 % des BIP im Jahr 2016 erfordern. Insgesamt lässt diese Sensitivitätsanalyse darauf schließen, dass zur Erreichung des Tragfähigkeitsziels auf Euroraumebene eindeutig eine finanzpolitische Straffung notwendig ist, wobei die von der Kommission bevorzugte Messgröße eine Untergrenze für die erforderliche Anpassung darstellt.

³⁸ Zu beachten ist, dass die Berechnung des S1-Indikators auf deterministischen Projektionen der Staatsverschuldung für den Zeitraum bis 2030 beruht, die sich auf die Winterprognose 2016 der Kommission beziehen. Über den Prognosehorizont hinaus wird sich die Produktionslücke den Projektionen zufolge bis 2020 schließen; zudem wird davon ausgegangen, dass damit einhergehend das Wachstum des BIP-Deflators auf 2 % zunimmt. Die Annahmen zum Potenzialwachstum entstammen dem T+10-Szenario der Arbeitsgruppe „Produktionslücken“ des EU-Ausschusses für Wirtschaftspolitik und wurden durch Hypothesen aus dem Kommissionsbericht über die Bevölkerungsalterung 2015 ergänzt. Auch die Kosten der Bevölkerungsalterung sind diesem Bericht entnommen.

³⁹ Gemäß dem Fiskalpakt des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion müssen die Vertragsparteien einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss erreichen. Diese Haushaltsregel gilt als erfüllt, wenn das strukturelle Defizit nicht mehr als 0,5 % des BIP beträgt.

Im Hinblick auf das Stabilisierungsziel ergibt sich hingegen keine eindeutige Empfehlung bezüglich des derzeit auf Euroraumebene angemessenen fiskalischen Kurses. In ihrer Winterprognose 2016 rechnet die Europäische Kommission mit einer Schließung der Produktionslücke im Eurogebiet um rund 40 % von -1,8 % des BIP im Jahr 2015 auf -1,1 % des BIP im laufenden Jahr. Somit ist zur Erreichung der unteren Grenze des Stabilisierungsziels, also einer Verringerung der Produktionslücke um 25 % im Jahr 2016, eine Verschärfung des Fiskalkurses um rund 0,3 % des BIP erforderlich (siehe hellgelber Punkt in Abbildung A). Andererseits müsste der Kurs um etwa 0,3 % des BIP gelockert werden, um die Produktionslücke gezielt um 50 % (was der Obergrenze in der Kommissionsanalyse entspricht) zu verkleinern.

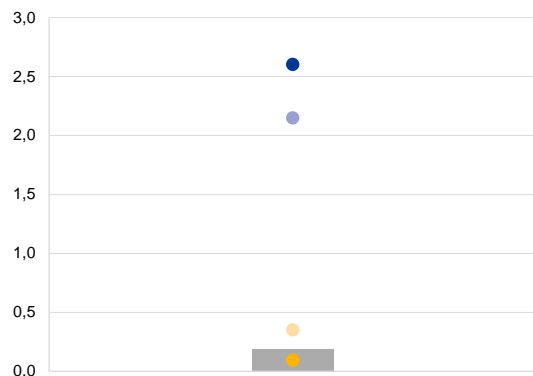
Insgesamt legt die Analyse die Vermutung nahe, dass die prognostizierte fiskalische Lockerung um 0,3 % des BIP im Jahr 2016 eine massive Verlagerung in Richtung des Stabilisierungsziels zur Folge hat, während vom Tragfähigkeitsziel und von dem im SWP vorgegebenen Richtwert deutlich abgerückt wird.

Abbildung B

Stabilisierungsziel: Echtzeit- und Ex-post-Bewertung für das Jahr 2007

(in % des BIP)

- Veränderung des strukturellen Primärsaldos bei Verringerung der Produktionslücke um 50 % (ex post)
- Veränderung des strukturellen Primärsaldos bei Verringerung der Produktionslücke um 25 % (ex post)
- Veränderung des strukturellen Primärsaldos bei Verringerung der Produktionslücke um 50 % (Echtzeit)
- Veränderung des strukturellen Primärsaldos bei Verringerung der Produktionslücke um 25 % (Echtzeit)
- Veränderung des strukturellen Primärsaldos gemäß Winterprognose 2016 der Kommission



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Bei der Beurteilung des Stabilisierungsziels anhand der Produktionslücke kann es zu Echtzeit-Verzerrungen kommen. Wie bereits dargelegt, deutet ein Vergleich der Schätzungen zur Produktionslücke im Euroraum mit entsprechenden Schätzungen, die auf historischen Echtzeit-Prognosezeiträumen beruhen, tendenziell auf eine fehlerhafte Echtzeit-Messung der Produktionslücken hin. Diese Echtzeit-Verzerrung kann zu einer sehr unterschiedlichen Einschätzung der Angemessenheit des fiskalischen Kurses im Hinblick auf das Stabilisierungskriterium führen, was davon abhängt, ob Ex-post- oder Echtzeitdaten verwendet werden. In Abbildung B wird dies für das Jahr 2007 veranschaulicht. Die Europäische Kommission ging in ihrer Frühjahrsprognose 2007 von einer negativen Produktionslücke von 0,4 % des BIP für den Euroraum im Jahr 2007 aus. Im Vergleich zu 2006 entsprach dies einer Verkleinerung der Lücke um rund 50 %, womit eine weitgehend neutrale Ausrichtung der

Finanzpolitik im Hinblick auf die untere Grenze des Stabilisierungsziels angemessen gewesen wäre (siehe dunkelgelber Punkt in Abbildung B). Eine Schließung der Produktionslücke um 25 % hätte einer geringfügigen Verschärfung des fiskalischen Kurses um rund 0,3 % des BIP entsprochen. Aus dem Tragfähigkeitskriterium hätte sich indes keine Verschärfung ergeben, da die Schuldenquote im Euro-Währungsgebiet bei rund 65 % lag. Vor dem Hintergrund der Metrik der Europäischen Kommission und auf Grundlage von Echtzeitdaten hätte man die leichte fiskalische Straffung um 0,2 % des BIP (siehe grauer Balken in Abbildung B) im Großen und Ganzen als angemessen betrachten können. Die in der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission enthaltene

Schätzung lässt jedoch darauf schließen, dass die Produktionslücke des Eurogebiets im Jahr 2007 nicht leicht negativ, sondern stark positiv (+2,6 % des BIP) war.⁴⁰ Gestützt auf Ex-post-Daten hätte eine Verkleinerung der positiven Produktionslücke um 25 % bzw. 50 % mit einer deutlichen Anpassung des strukturellen Primärsaldos im Einklang gestanden (siehe blaue Punkte in Abbildung B). In der Rückschau wäre eine stärkere Kursstraffung in wirtschaftlich günstigen Zeiten somit offenbar angebracht gewesen. Dies veranschaulicht die große Unsicherheit im Hinblick auf die Verlässlichkeit von Produktionslücken bei der Echtzeitbeurteilung des fiskalischen Kurses.

4 Grenzen des aktuellen Regelwerks zur Festlegung des fiskalischen Kurses im Euro-Währungsgebiet

Das aktuelle institutionelle Regelwerk der EU beinhaltet keine Bestimmungen oder Instrumente zur direkten Steuerung des euroraumweiten fiskalischen Kurses. In diesem Punkt unterscheidet sich das Eurogebiet wesentlich von Föderationen wie beispielsweise den Vereinigten Staaten. Die Finanzpolitik in den 19 Euro-Ländern wird in der Praxis auf der Grundlage nationaler Haushalte und Regelwerke durchgeführt. Zwar verfügt der EU-Haushalt über Gemeinschaftsressourcen, die vor allem zur Förderung der wirtschaftlichen und sozialen Kohäsion der Mitgliedstaaten verwendet werden, er hat jedoch nur eine relativ geringe Größe (von rund 1 % des BIP der Gesamt-EU), ist nicht auf das Eurogebiet allein beschränkt und ist nicht primär auf die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung ausgerichtet. Der institutionelle Rahmen des Euroraums wird durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) ergänzt. Dieses Instrument des Krisenmanagements gewährt Euro-Ländern, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden oder davon bedroht sind, Finanzhilfen. Alles in allem kontrastiert das Fehlen zentraler gemeinsamer Fiskalinstrumente im Euroraum deutlich mit Föderationen wie den Vereinigten Staaten. Dort stehen auf Bundesebene wichtige Gestaltungsinstrumente für die Steuer- und Ausgabenpolitik – z. B. in den Bereichen Verteidigung, Sozialversicherung und Gesundheitswesen – zur Verfügung.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt beeinflusst den fiskalischen Kurs im Euroraum insgesamt eher indirekt als durch eine direkte Steuerung. Die dezentral festgelegte Finanzpolitik der Euro-Länder wird durch den SWP unter Berücksichtigung des Konjunkturzyklus koordiniert. Wie in Kasten 4 erläutert wird, enthalten sowohl die präventive als auch die korrektive Komponente des SWP zahlreiche Bestimmungen für die Länder, und diese regulieren die erforderlichen strukturellen Anpassungen anhand der wirtschaftlichen Bedingungen sowie – in geringerem Maße – der öffentlichen Schuldenquote. Demzufolge nimmt der SWP einen indirekten Einfluss auf den fiskalischen Kurs im Euroraum insgesamt.

⁴⁰ Gleiches gilt für das Jahr 2006, als sich die Echtzeitschätzung der Produktionslücke auf -0,8 % des BIP belief, während die jüngste Kommissionsprognose von +1,4 % des BIP ausgeht.

Daneben verpflichtet der SWP Länder mit Haushaltsspielräumen nicht, zu einem für das Eurogebiet wünschenswerten Fiskalkurs beizutragen. Wie in Abbildung 1 ersichtlich, ist für 2016 auf Euroraumebene mit einer leicht expansiven fiskalischen Ausrichtung zu rechnen. Während eine Reihe von Euro-Ländern Gefahr läuft, gegen die Bestimmungen des SWP zu verstoßen, sodass sie ihre Finanzpolitik zusätzlich straffen müssen,⁴¹ verfügen andere Staaten im Rahmen der SWP-Regeln weiterhin über fiskalischen Spielraum. Dessen ungeachtet bietet der SWP für diese Länder keinen Anreiz, ihre Haushaltsspielräume für die Stützung der Wirtschaft im Euroraum einzusetzen. Gemäß der Logik des SWP werden Mindestanforderungen, nicht aber einzelstaatliche finanzpolitische Ziele festgelegt, sodass es den Mitgliedstaaten freigestellt wird, ob ihre Ziele über das Mindestmaß hinausgehen sollen.

Die jüngsten Entwicklungen in der Gesetzgebung tendieren zu einer stärkeren Koordinierung des Fiskalkurses im Euro-Währungsgebiet. Vor allem Verordnung (EU) Nr. 473/2013, die am 30. Mai 2013 in Kraft trat, enthält gemeinsame Bestimmungen zur Überwachung und Bewertung der Haushaltsplanung. Zudem verlangt sie vom Rat, politische Empfehlungen für das Eurogebiet insgesamt abzugeben, einschließlich Ratschlägen zum fiskalischen Kurs auf Euroraumebene. Um beispielsweise diesen Ratschlägen mehr Verbindlichkeit zu verleihen, wurde die Veröffentlichung der Empfehlungen zum Euroraum innerhalb des Europäischen Semesters 2016 – d. h. des jährlichen Zyklus der politischen Koordinierung und Überwachung – auf November 2015 vorgezogen.⁴² Die Mitgliedstaaten sollten diese Ratschläge bei der Festlegung ihrer Finanzpolitik berücksichtigen. Statt eine aktive Steuerung des fiskalischen Kurses für das gesamte Eurogebiet vorzunehmen, werden die Kommission und der Rat durch die vorgezogene Veröffentlichung in die Lage versetzt, die Haushaltspläne der einzelnen Euro-Länder für das kommende Jahr unter Berücksichtigung des empfohlenen euroraumweiten Fiskalkurses zu beurteilen.

Kasten 4

Bestimmungen im SWP zur Berücksichtigung der wirtschaftlichen Situation

Die Bestimmungen des SWP tragen der Konjunkturlage Rechnung. Mit der 2005 erfolgten Reform des SWP wurde das Konzept des strukturellen Finanzierungssaldos und damit die gesonderte Betrachtung konjunktureller Einflüsse eingeführt. Hierfür wurde im SWP das mittelfristige Haushaltsziel verankert, das länderspezifische Vorgaben für den mittelfristigen strukturellen Finanzierungssaldo festlegt. Diese sollen unter anderem tragfähige öffentliche Schuldenquoten unter Berücksichtigung der alterungsbedingten Haushaltsbelastungen gewährleisten. Zugleich soll durch mittelfristige Haushaltsziele ein hinreichender haushaltspolitischer Handlungsspielraum

⁴¹ Siehe die Erklärung der Euro-Gruppe zu den Folgemaßnahmen der Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2016, abrufbar unter www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/03/07-eurogroup-statement-draft-budgetary-plans-2016

⁴² Siehe Europäische Kommission, Empfehlung für eine Empfehlung des Rates zur Wirtschaftspolitik des Euro-Währungsgebiets (COM(2015) 692 final), abrufbar unter http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_euro_area_recommendations_de.pdf

gewährleistet werden, um einem Konjunkturabschwung begegnen und öffentliche Investitionen aufrechterhalten zu können.⁴³

Der SWP räumt dem Wirken der automatischen fiskalischen Stabilisatoren eine große Rolle ein. Sie sind Bestandteil bestehender Steuertransfersysteme und wirken automatisch während des Konjunkturzyklus und damit im Rahmen des vom jeweiligen Land verfolgten strukturellen Anpassungspfads. Zugleich können Länder, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel bereits erreicht haben, ihre automatischen Stabilisatoren frei wirken lassen, um so zu einer Glättung des Konjunkturzyklus beizutragen.

Daneben sieht der SWP in seiner präventiven Komponente eine Abstimmung der notwendigen Haushaltskonsolidierung entsprechend der konjunkturellen Situation und sonstiger Faktoren vor. Am 12. Februar 2016 billigte der ECOFIN-Rat eine gemeinsame Position zu der Frage, wie der Konjunkturzyklus, Strukturreformen und Investitionen innerhalb der bestehenden SWP-Regeln zu berücksichtigen sind. Im Rahmen einer Matrix werden unterschiedliche Konjunkturphasen definiert und zu strukturellen Anpassungsanforderungen in Bezug gesetzt. Insbesondere werden hierbei „Zeiten guter wirtschaftlicher Entwicklung“ herausgearbeitet und bei Phasen, in denen die wirtschaftliche Entwicklung schlechter verläuft als zu „normalen Zeiten“, wird zwischen einer „schlechten“, „sehr schlechten“ und „außergewöhnlich schlechten“ Entwicklung unterschieden. Die Matrix reguliert die strukturellen Anpassungsanforderungen, die notwendig sind, um Fortschritte auf dem Weg zum mittelfristigen Haushaltsziels zu erreichen, anhand des Umfangs der Produktionslücke, des Wirtschaftswachstums und der Schuldenquote. Führt ein Land Strukturreformen durch oder nimmt es öffentliche Investitionen vor, kann die geforderte Anpassung verringert werden, wobei hierfür in kumulierter Betrachtung eine Obergrenze von 0,75 % des BIP gilt. Mithin kann in einem ungünstigen Wirtschaftsumfeld sogar Ländern mit einer hohen Schuldenquote eine Verschlechterung ihres strukturellen Finanzierungssaldos gestattet werden, ohne dass eine Verletzung der finanzpolitischen Regeln der EU festgestellt werden muss.

Im Rahmen der korrektiven Komponente des SWP können Korrekturfristen im Defizitverfahren über einen Zeitraum von mehreren Jahren festgesetzt und weiter verlängert werden. Dadurch lässt sich die erforderliche strukturelle Anpassung auf die mittlere Frist ausdehnen, was zugleich Stabilisierungsüberlegungen Rechnung trägt. Darüber hinaus werden bei der Beurteilung, ob die Schuldenregel eingehalten wurde, verschiedene einschlägige Faktoren wie eine niedrige Inflationsrate berücksichtigt.⁴⁴

⁴³ Das mittelfristige Haushaltsziel wird von jedem Land in Abhängigkeit von seinen spezifischen Bedingungen und unter Beachtung bestimmter Mindestwerte festgelegt. Damit werden drei Zielsetzungen verfolgt: a) Der Mitgliedstaat soll eine Sicherheitsmarge aufrechterhalten, um während eines Konjunkturabschwungs einen Verstoß gegen die Defizitobergrenze von 3 % des BIP zu verhindern, b) die Schuldentragfähigkeit des Mitgliedstaats soll unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und fiskalischen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung gegeben sein (z. B. durch Vorziehen eines Teils der prognostizierten Mehrausgaben bei gleichzeitiger Gewährleistung der langfristigen Annäherung der Schuldenquote an einen Wert von 60 %) und c) der Mitgliedstaat soll über haushaltspolitischen Handlungsspielraum, insbesondere für die Aufrechterhaltung öffentlicher Investitionen, verfügen. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

⁴⁴ Siehe EZB, Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

Der SWP umfasst zudem eine allgemeine Ausnahmeregelung, die 2011 mit den als „Sechserpaket“ bezeichneten Reformen⁴⁵ eingeführt wurde und zu einer großflächigen Reduzierung des strukturellen Anpassungsbedarfs führen kann. Diese Ausnahme kann für alle oder für einzelne Euro-Länder geltend gemacht werden, sobald ein außergewöhnliches Ereignis eintritt, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Finanzen hat, oder bei einem schweren Konjunkturabschwung im Euro-Währungsgebiet oder in der Union insgesamt.⁴⁶ Kommt es zu einer derartigen Entwicklung, kann von den in der präventiven Komponente geforderten Anpassungen abgewichen werden. Ebenso können die gemäß Defizitverfahren bestehenden Konsolidierungsanforderungen und Fristen gelockert werden. Allerdings sollte im Rahmen des korrektiven Teils grundsätzlich eine jährliche strukturelle Verbesserung in Höhe von 0,5 % des BIP erzielt werden. Auf jeden Fall kann die allgemeine Ausnahmeregelung nur dann in Anspruch genommen werden, wenn sie auf mittlere Sicht keine Gefahr für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen des betreffenden Mitgliedslandes darstellt. Die genauen Bedingungen für die Anwendung dieser Regelung (einschließlich der Messgröße für die Tragfähigkeit) wurden nicht ausdrücklich festgelegt.⁴⁷

5 Institutionelle Erwägungen im Zusammenhang mit der künftigen Festlegung des fiskalischen Kurses im Euro-Währungsgebiet

5.1 Der Europäische Fiskalausschuss

Der neue Europäische Fiskalausschuss wird die Kommission bei der Beurteilung der Frage beraten, ob ein fiskalischer Kurs sowohl auf nationaler als auch auf Ebene des Eurogebiets innerhalb der SWP-Regeln angemessen ist. Als Folgemaßnahme zum Fünf-Präsidenten-Bericht wurde durch Kommissionsbeschluss (EU) 2015/1937⁴⁸ der Europäische Fiskalausschuss eingerichtet. Sobald dieser seine Arbeit aufgenommen hat, wird er eine Bewertung der Umsetzung der SWP-Vorschriften und der Auswirkungen der auf nationaler Ebene ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen auf den fiskalischen Kurs im Eurogebiet vornehmen.

⁴⁵ Weitere Angaben zum „Sechserpaket“ finden sich in: EZB, Der neue wirtschaftspolitische Steuerungsrahmen der EU, Kasten in: Das Zusammenspiel von Geld- und Finanzpolitik in einer Währungsunion, Monatsbericht Juli 2012.

⁴⁶ Ein schwerer Konjunkturabschwung wird definiert als ein längerer Zeitraum mit negativem Wachstum und/oder großen negativen Produktionslücken.

⁴⁷ Laut der Europäischen Kommission wird davon ausgegangen, dass diese Ausnahmeregelung nur in äußerst ungewöhnlichen Umständen zum Tragen kommt. Siehe Europäische Kommission, *Vademecum on the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper Series, Nr. 151, Mai 2013.

⁴⁸ Beschluss (EU) 2015/1937 der Kommission vom 21. Oktober 2015 zur Einrichtung eines unabhängigen beratenden Europäischen Fiskalausschusses.

Dem Europäischen Fiskalausschuss wird kein politisches Instrumentarium zur aktiven Einflussnahme auf die Festlegung der Finanzpolitik an die Hand gegeben. Vielmehr wird er in beratender Funktion zu einer multilateralen Überwachung im Euroraum beitragen. Allerdings wird im Beschluss der Kommission nicht spezifiziert, wie der Ausschuss seine Beratungsfunktion wahrnehmen soll. Vor allem die Frage, wie er in die Verfahren des Europäischen Semesters – d. h. den jährlichen Zyklus der wirtschafts- und finanzpolitischen Koordinierung der EU – eingebunden sein wird, bleibt unbeantwortet.

Angesichts der vorgesehenen institutionellen Ausgestaltung des Europäischen Fiskalausschusses ist nicht klar, wie effektiv er seine Aufgaben wird wahrnehmen können. Die Tatsache, dass der Ausschuss gemäß Kommissionsbeschluss innerhalb der institutionellen Struktur der Europäischen Kommission aktiv sein und nicht über eine starke öffentliche Stimme verfügen wird, dürfte seine Glaubwürdigkeit als unabhängiges politisches Beratungsgremium untergraben.⁴⁹

Operationell gesehen muss der Europäische Fiskalausschuss einen soliden methodischen Rahmen für seine Einschätzung des fiskalischen Kurses entwickeln. Der Kommissionsbeschluss lässt auch offen, wie der Ausschuss seine Aufgaben in der Praxis wahrnehmen soll. Während die Bewertung, inwieweit die Mitgliedstaaten die fiskalischen Rahmenvorschriften der EU einhalten, auf einem etablierten methodischen Fundament aufbauen kann, gilt dies nicht für die Beurteilung, ob die fiskalische Ausrichtung – insbesondere auf Ebene des Euroraums – angemessen ist. Da der Europäische Fiskalausschuss seine Einschätzung laut Mandat im Rahmen des SWP abzugeben hat, muss gewährleistet sein, dass dessen Einhaltung durch alle Mitgliedstaaten und die Schuldentragfähigkeitsrisiken die zentralen Elemente für die Beurteilung des Fiskalkurses bilden.

5.2 Möglichkeiten einer verbesserten Festlegung der Finanzpolitik auf Ebene des Euro-Währungsgebiets

Anlässlich einer weitreichenden Überprüfung des institutionellen Aufbaus der WWU wird im Fünf-Präsidenten-Bericht die Einrichtung von zwei Fiskalinstrumenten auf Euroraumebene vorgeschlagen, nämlich einer Funktion zur makroökonomischen Stabilisierung und eines „Schatzamts (Treasury)“ für das Eurogebiet. Wie die Krise gezeigt hat, kann angesichts eines fehlenden geldpolitischen Instrumentariums auf nationaler Ebene die Finanzpolitik eines Landes überfordert sein, wenn landesspezifische Schocks sich als sehr groß erweisen und diese von der Wirtschaft und dem Finanzsektor des betreffenden Staates nur unzureichend aufgefangen werden können. Wie in Abschnitt 4 erläutert, ergibt sich aus der einzelstaatlichen Finanzpolitik nicht zwangsläufig ein für das gesamte Eurogebiet geeigneter Kurs. Daher kann ein zentrales finanzpolitisches Instrumentarium nützlich sein, um idiosynkratische Schocks wirksamer zu

⁴⁹ Siehe EZB, Zur Schaffung eines Europäischen Fiskalausschusses, Kasten 5, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 7, November 2015.

bekämpfen oder den euroraumweiten fiskalischen Kurs gegebenenfalls besser zu steuern.

Eine Funktion zur makroökonomischen Stabilisierung auf Ebene des Euro-Währungsgebiets könnte die auf Länderebene vorhandenen automatischen Stabilisatoren unter bestimmten Umständen ergänzen. Zwar hängt die endgültige Ausgestaltung der euroraumweiten Stabilisierungsfunktion vom politischen Willen ab, aber bestimmte Gestaltungsgrundsätze sollten beachtet werden, um Initiativen für eine solide Finanzpolitik und die Behebung von Struktur-schwächen auf nationaler Ebene aufrechtzuerhalten. Im Fünf-Präsidenten-Bericht wird betont, dass eine Funktion für die makroökonomische Stabilisierung im Eurogebiet weder auf einen Einkommensausgleich abzielen noch zu dauerhaften Transfers zwischen den Mitgliedstaaten führen sollte. Sie sollte in Form einer automatischen Stabilisierung wirken und nicht die fiskalpolitische Feinsteuerung des Konjunkturzyklus zum Ziel haben. Sie wäre daher kein Instrument der aktiven Bestimmung des Fiskalkurses für den Euroraum. Vielmehr würde sie die Notwendigkeit in den Euro-Ländern verringern, umfangreiche länderspezifische Schocks mithilfe diskretionärer Maßnahmen zu bekämpfen.

Die wechselseitige Absicherung gegen asymmetrische Schocks mittels einer Stabilisierungsfunktion erfordert eine Annäherung in anderen Politikbereichen. In diesem Zusammenhang wird im Fünf-Präsidenten-Bericht betont, dass vor jeder Hinwendung zur Risikoteilung ein neuer Annäherungsprozess hin zu widerstandsfähigeren Wirtschaftsstrukturen in den Mitgliedsländern des Eurogebiets erfolgen muss.

Auf längere Sicht könnte eine Fiskalbehörde für das Euro-Währungsgebiet geschaffen und mit entsprechenden Instrumenten ausgestattet werden, um zur Festlegung des euroraumweiten Fiskalkurses beizutragen. Eine derartige zentrale Einrichtung stellt die einzige Möglichkeit dar, den fiskalischen Kurs für das Eurogebiet wirksam zu steuern. Um effektiv zu sein, muss der Etat dieser Behörde allerdings ausreichen, um auf Wirtschaftsschocks im Eurogebiet reagieren zu können. Es steht außer Frage, dass die Schaffung einer solchen Zentralbehörde eine umfassende institutionelle Reform erforderlich machen würde – in erster Linie in Form einer Zuständigkeitsverlagerung auf die Ebene des Euroraums mittels einer Änderung des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Eine künftige Fiskalbehörde für den Euroraum müsste demokratisch legitimiert und rechenschaftspflichtig sein, um ihre zentrale finanzpolitische Funktion wahrnehmen zu können.

6 Schlussbemerkungen

Die jüngsten institutionellen Reformen zielen darauf ab, bei der Beurteilung der Finanzpolitik der einzelnen Euro-Länder die euroraumweite Perspektive zu stärken. Im Nachgang zu den Reformen im Rahmen des „Zweierpakets“ im Jahr 2013⁵⁰ gibt der Rat – auf der Grundlage der Kommissionsbeurteilung der Haushaltsplanungen – nun politische Empfehlungen für das Eurogebiet als Ganzes heraus, einschließlich Ratschlägen zur Angemessenheit des euroraumweiten fiskalischen Kurses. Die Mitgliedstaaten sollten diese Ratschläge bei der Festlegung ihrer finanzpolitischen Strategie im Zuge der jährlichen Aktualisierung der Stabilitätsprogramme berücksichtigen. Nach Aufnahme seiner Arbeit wird der Europäische Fiskalausschuss die Kommission bei der Beurteilung der Frage beraten, ob ein Fiskalkurs sowohl auf nationaler als auch auf Ebene des Eurogebiets im Rahmen der SWP-Regeln angemessen ist. Der SWP enthält allerdings keinerlei Anforderung, zum euroraumweiten fiskalischen Kurs beizutragen.

Die Beurteilung der Angemessenheit des fiskalischen Kurses auf Ebene des Eurogebiets ist nicht ohne Weiteres möglich. Eine derartige Beurteilung muss unterschiedliche Zielsetzungen – vor allem im Hinblick auf die Tragfähigkeit und Stabilisierung – ausgleichen und gravierenden Messproblemen Rechnung tragen, die hauptsächlich in Bezug auf die Produktionslücke bestehen. Zwar bietet der Ansatz der Europäischen Kommission zur Einschätzung des fiskalischen Kurses auf nationaler und euroraumweiter Ebene eine hilfreiche Diskussionsgrundlage, aber an der Entwicklung eines soliden und hinreichend robusten methodischen Rahmens, der Schlüsse zur fiskalischen Ausrichtung ermöglicht, muss noch gearbeitet werden. Die Einhaltung der Bestimmungen des SWP und die zeitnahe Beseitigung von Schuldentragfähigkeitsrisiken müssen zentrale Elemente der Beurteilung des Fiskalkurses sein.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt bietet den Mitgliedstaaten ausreichend Flexibilität, um auf konjunkturelle Schwankungen zu reagieren und zugleich angemessene Fortschritte auf dem Weg zu soliden und tragfähigen Haushaltspositionen zu erzielen. Die vollständige und konsequente Umsetzung des SWP ist von zentraler Bedeutung, um zu gewährleisten, dass die Märkte auf die Fähigkeit des Ordnungsrahmens der EU, die Finanzpolitik der WWU-Länder wirksam zu koordinieren, vertrauen. Durch die Einhaltung der SWP-Regeln werden die Mitgliedstaaten indes in die Lage versetzt, wieder fiskalische Reserven aufzubauen und künftige wirtschaftliche Schocks wirksamer abzufedern.

Der dezentrale finanzpolitische Rahmen führt allerdings nicht notwendigerweise zu einem für das Eurogebiet insgesamt angemessenen Kurs. Der künftige institutionelle Aufbau der WWU sollte daher zwei zusätzliche Merkmale beinhalten. Erstens sollte eine Funktion für die makroökonomische Stabilisierung im Euro-Währungsgebiet geschaffen werden, um umfangreiche länderspezifische Schocks abzufedern, denn wie die jüngste Krise gezeigt hat, können diese die

⁵⁰ Siehe EZB, Die Verordnungen des „Zweierpakets“ zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht April 2013.

nationalen Stabilisierungsmöglichkeiten überstrapazieren. Eine derartige zentrale makroökonomische Stabilisierungsfunktion würde nicht auf eine aktive Steuerung des Fiskalkurses im Euroraum abzielen, sondern böte eine zusätzliche Stufe an automatischer Stabilisierung, durch die sich der Bedarf an diskretionären Maßnahmen auf nationaler Ebene verringern ließe. Eine zentrale Stabilisierungsfunktion müsste gut konzipiert sein, damit auf nationaler Ebene weiterhin Anreize für eine solide Finanzpolitik bestehen und Strukturschwächen behoben werden. Zugleich müsste die Inanspruchnahme dieser Einrichtung von der Erzielung beträchtlicher wirtschaftlicher Konvergenzfortschritte im Euroraum abhängig gemacht werden, um die Widerstandsfähigkeit der nationalen Wirtschaftsstrukturen anzugleichen und dabei sicherzustellen, dass die Stabilisierungsfunktion nicht zu einem dauerhaften Transfer zwischen den Mitgliedstaaten führt. Eine höhere Risikoteilung im Eurogebiet müsste auch mit einer stärkeren gemeinsamen Entscheidungsfindung im Bereich der Wirtschaftspolitik einhergehen. Zweitens könnte eine Fiskalbehörde für das Euro-Währungsgebiet auf längere Sicht mit entsprechenden Instrumenten ausgestattet werden, um direkt zur Festlegung des euroraumweiten Fiskalkurses beizutragen. Hierfür wäre eine Verlagerung der Zuständigkeit auf die Ebene des Eurogebiets durch eine entsprechende Vertragsänderung erforderlich. Eine starke demokratische Legitimation und Rechenschaftspflicht sind wesentliche Voraussetzungen für eine Fiskalbehörde des Euroraums, die finanzpolitische Aufgaben wahrnehmen würde.

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
- .
- ... 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 ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet ³⁾ (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	3,1	2,4	2,3	0,6	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 Q2	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
Q3	0,7	0,5	0,4	0,4	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
Q4	0,7	0,3	0,6	-0,4	1,5	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 Q1	.	0,2	0,4	0,4	1,1	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
2015 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.	-	-	-	-	-	-	1,0	1,9	1,0	0,3	0,3	2,3	-0,2
März	-	-	-	-	-	-	0,8	1,9	0,9	0,5	-0,1	2,3	0,0
April	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
Mai ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	-0,1

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Für Argentinien liegen aufgrund des am 7. Januar 2016 von der Regierung ausgerufenen Notstands im nationalen Statistiksystem derzeit keine Daten vor. Folglich ist Argentinien nicht in der Berechnung des G-20-Aggregats enthalten. Über das weitere diesbezügliche Vorgehen wird in Abhängigkeit von der künftigen Entwicklung entschieden werden.

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

4) Der Wert für das Euro-Währungsgebiet ist eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten, welche üblicherweise rund 95 % des Eurogebiets 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	5,5
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	2,8	3,7	2,3
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	0,8	3,8	-1,4
2015 Q2	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-1,2	-1,0	-1,4
Q3	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,9	1,0	2,6
Q4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,4	0,2	2,2
2016 Q1	51,1	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,6	51,3	49,4	-2,7	0,2	-4,8
2015 Dez.	52,2	54,0	55,2	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	1,4	0,2	2,2
2016 Jan.	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	-0,2	-0,9	0,4
Febr.	50,2	50,0	52,7	51,0	49,4	53,0	49,9	50,3	48,9	-1,2	-0,3	-1,9
März	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-2,7	0,2	-4,8
April	51,2	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	49,9	51,6	48,7	.	.	.
Mai	.	50,8	.	.	.	52,9	.	.	.	.	.	.

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 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
März	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
April	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
Mai	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03

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-Währungsgebiet ^{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 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
März	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
April	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
Mai	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19

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
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 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 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
März	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3
April	323,4	3 031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2 075,5	16 543,5
Mai	319,5	2 983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2 065,6	16 612,7

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 Zinssatz 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			Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 April	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,02	2,41	2,17	2,35	2,49	2,24
Mai	0,16	0,82	0,83	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,36	2,09	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	2,06	2,32	2,21	2,35	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	0,64	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	2,41	2,55	2,22
2016 Jan.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
Febr.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,88	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
März ^(p)	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,98	6,35	2,53	1,89	2,09	2,10	2,24	2,38	2,10

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 April	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,63	1,93	2,02	2,34
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	1,42	1,53	2,03	2,15
Sept.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22
Okt.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15
Nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12
Dez.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08
2016 Jan.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09
Febr.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01
März ^(p)	0,13	0,14	0,87	2,89	3,04	3,22	2,68	1,92	2,03	2,02	1,36	1,77	1,77	2,04

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	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1 318	542	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 260	517	139	.	61	478	65	334	150	36	.	32	82	34
2015 Okt.	1 336	547	146	.	74	509	60	363	172	32	.	32	86	42
Nov.	1 348	554	146	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Dez.	1 260	517	139	.	61	478	65	295	133	51	.	27	57	26
2016 Jan.	1 284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
Febr.	1 300	535	141	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
März	1 283	515	134	.	72	493	69	319	123	37	.	30	89	40
Langfristig														
2013	15 111	4 403	3 090	.	921	6 069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 130	4 046	3 162	.	995	6 285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15 179	3 783	3 211	.	1 067	6 482	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 Okt.	15 332	3 856	3 289	.	1 050	6 500	636	232	78	43	.	12	89	10
Nov.	15 376	3 866	3 275	.	1 063	6 528	644	196	67	34	.	16	67	11
Dez.	15 179	3 783	3 211	.	1 067	6 482	637	154	49	61	.	16	23	4
2016 Jan.	15 150	3 753	3 188	.	1 053	6 522	634	205	75	23	.	6	93	8
Febr.	15 086	3 750	3 107	.	1 046	6 550	633	208	65	42	.	4	88	10
März	15 097	3 727	3 071	.	1 056	6 604	639	246	73	38	.	25	94	17

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	16 366,6	4 886,4	3 214,6	.	987,4	6 598,1	680,1	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 448,0	4 588,1	3 290,7	.	1 053,3	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 439,0	4 300,1	3 349,8	.	1 127,8	6 959,9	701,4	6 744,8	586,1	911,6	5 247,1
2015 Okt.	16 667,7	4 403,1	3 434,8	.	1 124,2	7 009,4	696,2	6 832,1	612,1	888,4	5 331,5
Nov.	16 723,7	4 420,6	3 420,4	.	1 136,3	7 036,3	710,2	7 029,8	613,9	942,2	5 473,7
Dez.	16 439,0	4 300,1	3 349,8	.	1 127,8	6 959,9	701,4	6 744,8	586,1	911,6	5 247,1
2016 Jan.	16 433,8	4 276,6	3 329,8	.	1 120,9	7 005,5	701,1	6 343,8	490,7	858,0	4 995,1
Febr.	16 386,2	4 285,1	3 248,0	.	1 117,1	7 037,1	698,9	6 240,6	471,7	877,4	4 891,6
März	16 380,1	4 242,2	3 205,5	.	1 128,0	7 097,1	707,3	6 419,7	483,4	902,0	5 034,3
Wachstumsraten											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 Okt.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	0,7
Nov.	0,0	-5,7	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
Dez.	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Jan.	-0,7	-7,7	1,7	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
Febr.	-1,2	-7,2	-0,8	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
März	-1,3	-6,9	-2,5	.	3,3	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,1	98,6	111,9	95,6
2014	101,8	97,8	96,7	91,3	102,4	100,2	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	91,4	91,2	106,5	87,9
2015 Q2	91,2	87,5	88,2	82,2	90,4	90,1	104,4	86,3
Q3	92,7	88,7	89,6	83,8	92,3	91,4	107,6	88,6
Q4	92,4	88,3	89,3	83,9	91,0	91,0	107,7	88,3
2016 Q1	94,1	89,5	90,8	-	-	-	110,4	90,1
2015 Dez.	92,5	88,2	89,3	-	-	-	108,0	88,4
2016 Jan.	93,6	89,1	90,3	-	-	-	109,9	89,6
Febr.	94,7	90,0	91,4	-	-	-	111,3	90,9
März	94,1	89,5	90,9	-	-	-	110,0	89,9
April	94,8	90,0	91,6	-	-	-	110,6	90,2
Mai	95,1	90,2	91,8	-	-	-	111,1	90,4
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2016 Mai	0,2	0,1	0,2	-	-	-	0,4	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2016 Mai	3,8	2,6	3,6	-	-	-	6,1	4,5

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)

	Chine- sischer 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 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
2016 Q1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2015 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
März	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
April	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
Mai	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2016 Mai	0,5	0,0	0,0	-0,1	1,0	-0,9	2,2	-1,8	0,6	1,0	1,2	-0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016 Mai	6,8	-0,8	-1,4	-0,3	2,7	-8,6	7,9	7,8	1,2	-0,1	6,4	1,4

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)												
2015 Q1	22 500,8	23 313,7	-812,9	9 479,7	7 094,0	7 296,1	10 971,1	-67,3	5 101,9	5 248,6	690,4	13 190,0
Q2	22 094,2	22 748,5	-654,3	9 382,6	7 171,3	7 193,4	10 532,3	-26,1	4 885,9	5 044,9	658,5	12 815,0
Q3	21 653,1	22 261,8	-608,6	9 384,2	7 265,4	6 854,8	9 999,3	-33,6	4 803,5	4 997,1	644,2	12 660,8
Q4	22 101,4	22 519,6	-418,2	9 694,9	7 521,1	7 169,5	10 157,5	-42,6	4 635,4	4 840,9	644,2	12 498,8
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2015 Q4	212,5	216,5	-4,0	93,2	72,3	68,9	97,7	-0,4	44,6	46,5	6,2	120,2
Transaktionen												
2015 Q2	95,8	3,1	92,7	123,9	130,7	135,9	8,7	-0,1	-161,5	-136,3	-2,4	-
Q3	87,3	35,8	51,5	119,3	131,9	24,3	-67,4	-0,8	-58,2	-28,8	2,7	-
Q4	31,3	-149,9	181,2	114,7	77,7	106,2	-31,3	45,1	-239,3	-196,3	4,6	-
2016 Q1	354,5	288,3	66,2	94,3	67,0	116,0	-32,3	7,1	136,0	253,6	1,1	-
2015 Okt.	235,4	109,0	126,3	119,5	62,6	63,4	24,4	8,0	50,6	22,1	-6,0	-
Nov.	-74,3	-47,6	-26,7	-84,7	-14,3	23,7	1,9	17,9	-33,6	-35,2	2,5	-
Dez.	-129,8	-211,3	81,5	80,0	29,5	19,1	-57,5	19,3	-256,2	-183,3	8,1	-
2016 Jan.	172,1	194,7	-22,6	1,8	32,8	23,8	-50,4	10,1	137,7	212,3	-1,1	-
Febr.	169,8	132,4	37,4	66,5	22,0	44,4	-21,7	4,6	53,1	132,0	1,1	-
März	12,5	-38,8	51,3	25,9	12,1	47,8	39,8	-7,5	-54,8	-90,7	1,1	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2016 März	568,9	177,3	391,6	452,2	407,3	382,4	-122,1	51,3	-323,1	-107,8	6,0	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2016 März	5,5	1,7	3,8	4,3	3,9	3,7	-1,2	0,5	-3,1	-1,0	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag 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- tungsinvesti- 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	1 004,3	573,1	366,7	-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	1 007,5	595,7	376,3	-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	1 020,5	631,9	396,5	-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	255,8	154,9	97,0	-5,4	110,9	1 167,6	1 056,8
Q2	2 591,7	2 473,5	1 433,0	540,4	510,1	253,4	155,6	99,8	-10,0	118,2	1 196,8	1 078,7
Q3	2 606,9	2 490,4	1 439,4	543,0	513,6	253,8	156,7	101,7	-5,6	116,5	1 195,2	1 078,7
Q4	2 624,0	2 510,0	1 444,1	546,4	521,6	256,4	161,2	102,7	-2,1	114,0	1 192,5	1 078,4
In % des BIP												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2015 Q2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,2	2,7	-	-	1,7	1,0
Q3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,0	0,5	1,3	-	-	0,2	1,2
Q4	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	1,1	2,0	0,9	-	-	0,2	0,9
2016 Q1	0,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	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	0,7	5,2	4,2	-	-	5,0	5,7
2015 Q2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,6	5,2	-	-	6,0	5,8
Q3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,4	3,1	6,9	-	-	4,6	5,5
Q4	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	1,2	5,0	6,5	-	-	3,6	5,3
2016 Q1	1,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2015 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	0,1	0,3	-0,4	-	-
Q4	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 Q1	0,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	-	-
2015 Q2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
Q3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	-	-
Q4	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,6	-	-
2016 Q1	1,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.

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 (Herstellingspreise)											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 (Vorjahrspreise)												
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>													
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
2015	100,0	85,3	14,7	3,4	15,1	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	-0,2	0,7	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,7	0,7
2015	1,0	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,2	1,3	1,0	-0,1	1,7	2,8	0,8	0,6
2015 Q1	0,9	1,0	-0,2	-0,3	0,2	-0,3	1,2	0,4	-0,5	1,4	2,6	0,7	0,5
Q2	0,9	1,1	0,1	0,4	0,1	0,5	1,0	0,8	0,2	2,1	2,8	0,7	0,4
Q3	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,5	-0,6	1,3	1,4	-0,1	1,7	3,0	0,9	0,4
Q4	1,2	1,5	-0,3	0,3	0,5	-0,4	1,6	1,5	0,0	1,2	3,0	0,9	1,3
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
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	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,4	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	-0,4	0,2	-1,7	0,6	1,0	-1,0	0,6	2,0	1,1	0,6
2015	1,2	1,4	0,1	0,9	0,7	0,4	1,0	1,9	-0,2	2,0	3,0	0,9	1,0
2015 Q1	0,7	0,9	-0,3	0,4	0,0	-0,6	0,6	0,7	-0,9	1,7	2,4	0,8	1,1
Q2	1,0	1,3	0,1	0,9	0,6	0,8	0,5	1,7	0,0	2,7	3,0	0,9	1,0
Q3	1,2	1,5	0,1	0,8	0,8	0,0	1,0	2,7	-0,4	2,9	3,5	1,1	1,1
Q4	1,3	1,6	0,1	1,3	0,9	0,5	1,4	2,1	0,2	0,8	2,9	0,7	1,5
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-1,3	-1,1	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-1,1	0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,4	-0,1
2015	0,1	0,2	0,3	0,8	0,4	0,6	-0,2	0,8	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,3
2015 Q1	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,2	-0,2	-0,6	0,3	-0,4	0,3	-0,3	0,1	0,6
Q2	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	0,3	-0,5	0,8	-0,1	0,6	0,2	0,2	0,6
Q3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	-0,3	1,2	-0,3	1,2	0,5	0,2	0,7
Q4	0,1	0,1	0,5	1,0	0,5	0,9	-0,1	0,6	0,2	-0,4	-0,1	-0,3	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,594	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,417	23,7	9,932	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,556	4,5	17,438	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,252	10,7	8,187	11,0	1,6
2015 Q2	160,462	4,6	17,690	11,0	5,7	14,518	9,9	3,172	22,5	9,404	10,9	8,286	11,2	1,5
Q3	160,591	4,4	17,213	10,7	5,3	14,098	9,6	3,115	22,2	9,134	10,6	8,079	10,9	1,5
Q4	161,081	4,4	16,909	10,5	5,4	13,838	9,4	3,071	22,0	8,939	10,3	7,971	10,7	1,6
2016 Q1	.	.	16,640	10,3	.	13,622	9,3	3,018	21,7	8,727	10,1	7,913	10,6	.
2015 Nov.	-	-	16,878	10,5	-	13,821	9,4	3,057	21,9	8,903	10,3	7,975	10,7	-
Dez.	-	-	16,824	10,5	-	13,770	9,4	3,054	21,9	8,894	10,3	7,930	10,7	-
2016 Jan.	-	-	16,741	10,4	-	13,693	9,3	3,048	21,9	8,792	10,1	7,949	10,7	-
Febr.	-	-	16,695	10,4	-	13,655	9,3	3,040	21,8	8,760	10,1	7,935	10,7	-
März	-	-	16,483	10,2	-	13,517	9,2	2,966	21,4	8,629	10,0	7,854	10,6	-
April	-	-	16,420	10,2	-	13,489	9,2	2,932	21,1	8,543	9,8	7,877	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	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,7	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	1,6	1,7	0,9	2,1	2,0	0,5	-0,8	2,6	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8
2015 Q2	1,4	1,8	1,0	2,7	1,0	-1,1	-0,9	5,3	2,7	1,7	3,6	2,8	7,0
Q3	1,9	2,2	1,0	2,8	2,8	0,0	-1,1	2,1	3,4	2,6	4,1	3,0	9,4
Q4	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,9	0,5	1,5	2,5	1,3	3,4	2,0	10,0
2016 Q1	1,5	2,2	2,0	3,3	1,5	-2,9	1,9	0,6	2,3	1,8	2,9	0,9	9,4
2015 Nov.	1,8	2,0	2,3	2,0	1,5	-0,6	0,6	3,3	2,1	1,0	2,8	2,0	11,0
Dez.	0,0	0,7	0,9	-0,5	2,4	-5,5	0,8	0,6	2,8	1,5	3,7	2,8	13,7
2016 Jan.	3,5	4,6	2,5	5,3	6,8	-2,7	4,9	1,2	2,2	1,3	3,4	-0,6	10,8
Febr.	1,0	2,1	2,4	3,4	0,8	-5,3	3,4	1,3	2,7	2,6	3,0	0,8	10,3
März	0,2	0,2	1,1	1,6	-2,5	-0,7	-0,5	-0,6	2,1	1,5	2,1	2,5	7,6
April	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2015 Nov.	-0,2	-0,2	0,6	-1,3	0,2	-2,0	1,1	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,2	2,7
Dez.	-0,5	-0,2	-0,2	-0,6	0,2	-2,7	-0,6	-0,2	0,6	0,7	0,6	1,4	3,9
2016 Jan.	2,4	2,4	1,2	4,0	3,1	2,9	2,0	-0,6	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,3
Febr.	-1,2	-1,2	0,1	-1,1	-2,3	-1,3	-0,6	0,0	0,3	0,4	0,1	0,0	-0,4
März	-0,8	-1,1	-0,8	-1,1	-1,8	2,0	-0,9	-0,8	-0,5	-1,3	-0,5	-0,4	-1,5
April	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2

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	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	5,0	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 Q2	103,7	-3,1	81,2	-5,2	-24,4	-0,1	7,9	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
Q3	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,6	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
Q4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,0	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 Q1	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,7	88,5	51,7	52,9	53,3	53,2
2015 Dez.	106,6	-1,9	-	-5,7	-17,5	2,9	12,9	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 Jan.	105,0	-3,1	81,9	-6,3	-18,9	2,7	11,6	88,6	52,3	53,4	53,6	53,6
Febr.	104,0	-4,1	-	-8,8	-17,5	1,3	10,9	-	51,2	52,3	53,3	53,0
März	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,6	-	51,6	53,1	53,1	53,1
April	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,7	88,3	51,7	52,6	53,1	53,0
Mai	104,7	-3,6	-	-7,0	-17,5	3,2	11,3	-	51,5	52,4	53,1	52,9

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	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,9	1,4	-6,4	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,8	32,2	3,2	130,4	2,0	-1,4	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,2	31,9	3,6	132,1	1,6	3,3	1,0
2015 Q1	12,6	93,8	1,8	2,0	-0,4	4,1	1,5	32,3	4,2	134,1	2,0	2,9	1,3
Q2	12,7	93,6	2,0	1,9	-0,4	2,9	1,6	33,1	5,0	133,3	2,4	5,3	1,4
Q3	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,2	132,2	2,6	3,7	1,6
Q4	12,5	93,5	1,5	2,1	4,1	3,5	2,9	33,9	6,9	131,8	3,3	8,7	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 Q2	905,2	822,5	82,8	525,8	445,3	190,5	171,8	162,6	146,9	26,4	58,4	9,7	37,4
Q3	892,6	810,3	82,3	514,2	434,6	190,5	174,5	162,6	144,0	25,3	57,2	9,7	4,1
Q4	894,9	810,6	84,3	515,8	431,9	195,3	180,5	157,7	140,8	26,0	57,4	15,4	8,9
2016 Q1	872,3	799,5	72,7	510,2	426,1	191,3	173,5	144,9	137,5	25,9	62,5	9,2	7,1
2015 Okt.	300,8	272,9	27,9	172,8	144,8	64,8	60,6	54,3	48,0	8,8	19,5	4,9	1,8
Nov.	299,1	269,5	29,5	172,0	144,2	65,4	59,7	52,9	46,3	8,8	19,3	4,3	1,9
Dez.	295,0	268,2	26,9	170,9	142,9	65,1	60,1	50,5	46,6	8,5	18,6	6,3	5,2
2016 Jan.	292,5	266,3	26,2	171,5	142,7	64,4	60,4	48,0	44,7	8,6	18,4	2,7	3,6
Febr.	290,2	271,0	19,2	168,0	143,7	64,4	57,5	49,4	47,5	8,4	22,3	3,5	1,2
März	289,6	262,2	27,3	170,7	139,7	62,4	55,5	47,6	45,3	8,8	21,8	3,1	2,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2016 März	3 565,0	3 243,0	322,0	2 065,9	1 737,9	767,6	700,3	627,9	569,3	103,6	235,5	44,0	57,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2016 März	34,3	31,2	3,1	19,9	16,7	7,4	6,7	6,0	5,5	1,0	2,3	0,4	0,6

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 Q2	8,2	4,2	514,1	242,4	106,0	153,5	429,5	453,9	265,2	71,0	110,8	318,3	59,9
Q3	4,5	0,7	507,7	234,9	105,7	153,7	423,5	445,8	253,9	71,4	113,3	317,8	50,6
Q4	3,5	2,0	509,5	238,3	105,7	154,7	426,6	444,1	248,4	73,0	114,5	324,9	44,6
2016 Q1	-1,3	-3,0	499,1	.	.	.	418,6	435,3	.	.	.	323,8	.
2015 Okt.	0,5	-0,7	168,2	79,8	35,2	50,8	143,0	148,4	84,0	25,0	37,6	107,4	15,9
Nov.	6,2	4,1	170,8	78,8	35,2	51,7	141,1	147,7	82,3	24,0	38,3	107,8	14,2
Dez.	4,0	3,1	170,5	79,7	35,4	52,2	142,6	148,0	82,1	24,0	38,7	109,8	14,4
2016 Jan.	-2,0	-1,3	166,6	77,7	33,8	50,5	139,0	145,7	80,3	22,8	38,5	105,8	12,3
Febr.	1,1	1,7	167,3	78,9	33,9	49,8	140,1	146,8	80,4	24,4	39,0	111,9	11,8
März	-2,7	-8,4	165,1	.	.	.	139,6	142,8	.	.	.	106,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2015 Q2	2,9	2,4	117,2	113,6	119,1	121,6	118,2	104,3	104,1	104,6	104,7	107,4	99,3
Q3	1,3	2,8	116,8	111,8	118,9	122,5	117,0	105,9	105,4	107,1	106,7	107,8	99,2
Q4	0,8	4,8	117,7	115,1	118,3	122,5	117,5	107,4	107,6	107,2	107,5	110,2	101,3
2016 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Sept.	-1,6	2,3	116,4	111,6	119,7	120,5	117,4	106,3	106,4	106,7	106,3	109,1	100,2
Okt.	-1,6	3,1	117,0	115,3	119,1	121,9	118,9	107,3	107,7	112,2	106,0	110,0	102,6
Nov.	3,7	7,0	118,4	114,2	118,7	122,3	116,7	107,1	106,6	106,9	107,9	110,3	94,7
Dez.	0,5	4,3	117,8	115,8	117,2	123,5	116,9	107,7	108,6	102,6	108,5	110,3	106,7
2016 Jan.	-3,7	0,9	116,5	114,3	113,5	120,6	114,9	108,8	109,2	102,7	107,3	107,6	108,6
Febr.	1,1	6,6	117,7	116,5	114,4	119,9	116,7	110,2	110,9	108,8	109,1	114,1	110,7

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 %) ²⁾						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- 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 % (2016)	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
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 Q2	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,3	0,1	1,0
Q3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,9
Q4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 Q1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,3
2015 Dez.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,6	0,0	-1,8	0,1	0,2	0,7
2016 Jan.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3
Febr.	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3
März	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,2	0,0	0,5	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3
April	100,1	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1
Mai ³⁾	100,5	-0,1	0,8	.	1,0	0,3	0,0	0,3	0,0	1,6	0,2	.	.

	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 % (2016)	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
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 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
2016 Q1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2015 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.	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3
März	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
April	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
Mai ³⁾	0,8	0,6	1,3	.	0,5	-8,1	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Serien für das Euro-Währungsgebiet zu veröffentlichen (siehe EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3/2016 – http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2016/2016_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile).

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ¹⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ¹⁾
	Insge- samt (Index: 2010 = 100)	Insge- samt Verarbei- tendes Gewerbe	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
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	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,8
2015 Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,3	4,0
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,6	3,5
Q4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,1	2,3	4,9
2016 Q1	100,5	-3,8	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,3	.	.	.
2015 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	-2,2	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-
2016 Jan.	100,9	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,0	-9,0	-	-	-
Febr.	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,7	-	-	-
März	100,5	-4,2	-3,1	-1,1	-2,6	0,3	-0,6	-0,9	-0,1	-12,1	-	-	-

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 €)						
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
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 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
2016 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 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	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
März	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-10,1	-6,4	-12,2	-13,2	-12,9	-13,5
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,7	0,1	-15,2	-12,0	-9,2	-14,6

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					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	4,8	-	-	-2,0	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	-2,7	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q2	-1,3	3,2	2,9	-15,1	-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	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 Q1	-4,8	0,7	3,5	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
2015 Dez.	-3,2	1,4	2,4	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4	
2016 Jan.	-4,1	0,2	3,3	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1	
Febr.	-5,6	1,4	3,5	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9	
März	-4,6	0,4	3,7	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1	
April	-2,8	1,6	4,0	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7	
Mai	-0,7	2,2	5,8	-8,0	-2,3	47,7	55,5	48,8	49,1	

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

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	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,8	0,6	1,6	1,4	1,5
2015 Q2	108,3	1,7	2,2	0,4	1,8	1,6	1,5
Q3	101,6	1,1	1,5	0,2	1,2	0,9	1,6
Q4	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5
2016 Q1	.	.	.	.	.	.	1,4

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												
2013	103,7	1,2	-1,2	2,1	0,3	0,9	-1,6	3,6	-2,9	1,0	1,4	2,1
2014	104,7	1,0	-4,0	1,4	0,7	0,5	0,8	1,3	1,4	2,1	1,2	0,7
2015	105,4	0,6	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6	0,1	3,3	1,6	1,1	0,9
2015 Q1	105,1	0,8	-0,3	0,6	1,2	0,6	-0,2	-0,1	3,4	2,3	1,2	1,0
Q2	105,3	0,7	0,6	0,3	0,9	0,4	0,3	0,1	3,3	1,4	1,1	1,2
Q3	105,6	0,7	0,8	0,0	0,3	0,6	1,3	1,1	3,1	1,9	1,2	0,8
Q4	106,1	0,9	0,4	0,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	3,3	1,1	1,5	0,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2013	105,2	1,6	3,7	2,7	1,2	0,8	0,6	2,0	0,0	1,1	1,6	1,8
2014	106,6	1,3	-1,6	2,0	1,7	1,2	2,0	1,7	1,6	1,6	1,0	1,2
2015	107,9	1,3	1,0	1,6	0,9	1,3	2,3	1,0	2,7	1,5	1,1	1,3
2015 Q1	107,7	1,2	0,5	1,6	0,5	1,0	1,9	1,5	3,0	1,9	1,2	1,4
Q2	107,9	1,4	0,8	1,9	0,6	1,4	2,6	1,3	1,9	1,4	1,2	1,8
Q3	108,2	1,3	0,9	1,4	1,1	1,4	2,2	1,3	2,5	1,7	1,0	1,4
Q4	108,7	1,3	2,2	1,5	1,1	1,7	2,0	0,9	3,3	1,2	1,3	0,7
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
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	101,8	0,3	2,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,5
2015	102,4	0,6	0,7	1,5	0,5	0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,4
2015 Q1	102,5	0,4	0,8	1,0	-0,6	0,5	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,0	0,3
Q2	102,5	0,7	0,2	1,6	-0,4	1,1	2,3	1,1	-1,3	0,0	0,1	0,6
Q3	102,5	0,6	0,1	1,4	0,8	0,7	1,0	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,5
Q4	102,5	0,4	1,9	0,6	1,3	0,3	1,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,8	2,5	1,5	2,2	2,1	3,0
2014	108,5	1,2	-0,4	1,8	1,5	1,3	1,8	1,7	1,2	1,2	0,7	1,3
2015	109,6	1,1	0,7	1,2	0,3	1,3	1,2	1,3	2,4	1,3	1,1	0,9
2015 Q1	109,5	1,4	1,0	1,9	0,5	1,5	1,1	2,1	2,8	2,1	1,0	0,4
Q2	109,6	1,2	0,2	1,5	0,3	1,7	1,5	1,5	0,7	1,1	1,0	1,1
Q3	109,7	1,0	0,6	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	1,9	1,3	0,9	0,4
Q4	110,3	1,2	1,4	0,9	0,4	1,7	1,2	1,0	3,2	1,1	1,7	0,5
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,3	0,7	2,6	-1,0	4,4	1,2	0,7	0,9
2014	103,8	0,3	3,6	0,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,7	-0,6	-0,6	0,6
2015	104,3	0,5	-0,2	1,1	-0,1	1,0	0,9	1,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,1
2015 Q1	104,4	0,6	0,1	1,2	-0,4	1,1	1,8	2,0	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3
Q2	104,4	0,6	-0,3	1,2	-0,7	1,6	1,5	1,3	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
Q3	104,2	0,4	-0,6	1,1	0,3	1,0	-0,3	0,6	-1,7	-0,7	-0,3	-0,2
Q4	104,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	-0,2

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											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte								Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	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	5 920,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10 321,7
2015	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,0
2015 Q2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	436,8	100,6	627,6	10 580,9
Q3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	452,8	75,2	626,4	10 693,4
Q4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,0
2016 Q1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10 998,5
2015 Nov.	1 037,4	5 544,1	6 581,6	1 448,3	2 162,6	3 610,8	10 192,4	91,5	480,6	83,8	655,9	10 848,3
Dez.	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,0
2016 Jan.	1 044,5	5 625,5	6 670,0	1 450,1	2 156,8	3 606,9	10 276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10 915,9
Febr.	1 046,9	5 669,4	6 716,2	1 430,2	2 165,1	3 595,2	10 311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10 960,3
März	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10 998,5
April ^(p)	1 047,5	5 747,5	6 795,0	1 408,7	2 162,7	3 571,4	10 366,4	93,5	472,2	98,0	663,7	11 030,1
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	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,8	24,6	374,4
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,2	484,6
2015 Q2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
Q4	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016 Q1	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,3	15,4	174,8
2015 Nov.	7,6	48,2	55,7	7,4	-1,9	5,5	61,2	-15,7	11,8	5,1	1,3	62,5
Dez.	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016 Jan.	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
Febr.	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
März	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,2	-7,5	49,8
April ^(p)	-4,0	31,9	27,9	-18,6	-1,0	-19,5	8,3	4,7	8,6	8,9	22,3	30,6
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	-25,6	-3,9	4,7
2015 Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,2	0,6	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,7	0,7	4,9
Q4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 Q1	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
2015 Nov.	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,7	2,7	5,0
Dez.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 Jan.	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-15,8	-1,2	5,1
Febr.	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-12,2	-2,4	4,9
März	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
April ^(p)	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,0	-26,9	6,5	-4,5	-1,6	4,6

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⁾					Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungs- gesellschaften und Pensi- onseinrich- tungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾	
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jah- ren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Mo- naten	Repoge- schäfte				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	1 814,9	1 318,7	365,4	111,6	19,2	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	896,0	222,7	333,1	
2015	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2015 Q2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 647,3	2 911,4	735,1	1 998,0	2,8	955,1	228,0	340,9	
Q3	1 901,1	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2	
Q4	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2016 Q1	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8	
2015 Nov.	1 934,2	1 486,9	321,4	116,9	9,1	5 727,8	3 033,2	698,5	1 992,2	3,9	990,3	222,4	371,7	
Dez.	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5	
2016 Jan.	1 966,0	1 520,9	319,8	115,5	9,8	5 764,6	3 077,4	694,5	1 989,1	3,5	986,0	224,2	377,7	
Febr.	1 976,9	1 530,7	320,7	116,0	9,6	5 795,2	3 102,9	693,4	1 996,0	2,9	979,4	232,1	373,5	
März	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8	
April ^(p)	2 008,9	1 561,7	322,9	115,7	8,6	5 849,2	3 158,8	693,1	1 994,0	3,3	963,3	213,8	377,1	
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	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7	
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9	
2015 Q2	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9	
Q3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4	
Q4	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1	
2016 Q1	64,5	58,1	4,9	-0,5	2,0	84,0	80,5	1,0	2,5	0,1	-3,4	-4,1	13,3	
2015 Nov.	-7,6	-10,1	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5	
Dez.	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8	
2016 Jan.	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,1	16,5	0,6	-4,0	1,0	-3,5	-0,4	15,0	
Febr.	10,5	9,3	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	1,0	-6,7	7,8	-2,7	
März	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9	
April ^(p)	22,1	26,7	-2,9	-0,2	-1,5	16,4	18,5	-1,3	-1,5	0,7	-17,2	-6,4	2,1	
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	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3	
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2015 Q2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3	
Q3	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8	
Q4	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2016 Q1	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8	
2015 Nov.	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,6	-4,7	10,9	
Dez.	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3	
2016 Jan.	6,5	10,8	-9,0	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8	
Febr.	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,9	1,8	7,8	
März	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8	
April ^(p)	8,4	12,0	-3,4	2,4	-23,5	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,8	-7,3	9,2	

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet								Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen			
					Insgesamt	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾		An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,9	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0	
2014	3 608,4	1 132,4	2 473,8	12 562,8	10 510,7	10 921,3	4 271,6	5 200,4	909,8	128,9	1 277,4	774,7	
2015	3 896,6	1 110,2	2 784,0	12 680,7	10 591,7	10 989,6	4 273,5	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,4	
2015 Q2	3 683,5	1 138,0	2 543,1	12 636,8	10 592,2	10 986,4	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 255,3	789,4	
Q3	3 819,0	1 127,8	2 688,9	12 653,0	10 564,8	10 963,0	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,9	777,3	
Q4	3 896,6	1 110,2	2 784,0	12 680,7	10 591,7	10 989,6	4 273,5	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,4	
2016 Q1	4 049,1	1 115,2	2 920,8	12 708,8	10 645,3	11 029,1	4 290,3	5 338,3	908,1	108,6	1 312,2	751,3	
2015 Nov.	3 880,9	1 119,0	2 759,5	12 736,5	10 650,2	11 046,6	4 307,5	5 310,1	908,2	124,4	1 288,1	798,2	
Dez.	3 896,6	1 110,2	2 784,0	12 680,7	10 591,7	10 989,6	4 273,5	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,4	
2016 Jan.	3 967,6	1 117,2	2 848,0	12 689,5	10 617,2	11 013,4	4 289,1	5 311,7	890,8	125,5	1 306,1	766,3	
Febr.	4 007,3	1 117,6	2 887,3	12 728,7	10 659,0	11 044,3	4 302,2	5 329,9	900,5	126,4	1 309,0	760,7	
März	4 049,1	1 115,2	2 920,8	12 708,8	10 645,3	11 029,1	4 290,3	5 338,3	908,1	108,6	1 312,2	751,3	
April ⁴⁾	4 095,6	1 122,8	2 959,6	12 716,7	10 652,0	11 035,6	4 293,3	5 343,7	901,4	113,6	1 317,2	747,6	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1	
2014	72,1	16,0	56,1	-103,9	-50,2	-33,8	-60,8	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2	
2015	284,2	-20,7	304,6	100,1	71,4	51,4	3,4	98,1	-24,7	-5,5	24,3	4,4	
2015 Q2	58,1	-10,7	68,6	2,8	10,3	5,1	1,6	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7	
Q3	112,2	-10,1	122,3	54,8	-7,9	-3,7	-6,0	24,7	-12,2	-14,4	64,4	-1,6	
Q4	73,5	-16,4	89,8	8,3	23,8	18,4	-0,5	22,8	-1,0	2,6	-22,4	6,9	
2016 Q1	123,2	2,7	120,5	68,3	84,0	74,5	38,4	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9	
2015 Nov.	36,6	-1,5	38,1	18,6	35,3	31,3	12,4	8,4	14,6	0,0	-20,4	3,7	
Dez.	26,9	-7,1	33,9	-26,6	-38,9	-38,3	-19,9	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,8	
2016 Jan.	61,2	5,1	56,2	26,0	35,6	32,8	22,2	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6	
Febr.	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7	
März	25,8	-2,4	28,3	-2,6	4,9	0,7	0,6	11,2	10,7	-17,7	3,2	-10,6	
April ⁴⁾	51,2	5,9	45,2	12,7	11,7	10,3	5,5	5,8	-4,6	5,0	4,5	-3,5	
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	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5	
2015 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	0,8	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	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5	
2016 Q1	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3	
2015 Nov.	7,8	-0,7	11,7	1,2	1,2	1,0	0,7	2,0	-0,2	-1,4	-0,7	3,4	
Dez.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5	
2016 Jan.	8,7	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3	
Febr.	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	2,9	-1,4	
März	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3	
April ⁴⁾	10,4	-2,6	16,3	1,2	1,1	0,9	0,9	2,2	-1,7	-16,4	4,1	-2,4	

Quelle: EZB.

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

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾				2	3				6	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt^{4)}	7	8	9	10
Bestände										
2013	4 353,6	4 408,4	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,4	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 271,6	4 330,9	1 080,7	720,5	2 470,4	5 200,4	5 546,2	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 273,5	4 333,8	1 038,5	758,2	2 476,8	5 307,3	5 639,1	595,6	3 948,0	763,7
2015 Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,0	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,3	582,4	3 926,5	768,7
Q4	4 273,5	4 333,8	1 038,5	758,2	2 476,8	5 307,3	5 639,1	595,6	3 948,0	763,7
2016 Q1	4 290,3	4 352,3	1 045,2	767,7	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
2015 Nov.	4 307,5	4 365,8	1 076,6	755,4	2 475,4	5 310,1	5 638,8	596,8	3 944,8	768,5
Dez.	4 273,5	4 333,8	1 038,5	758,2	2 476,8	5 307,3	5 639,1	595,6	3 948,0	763,7
2016 Jan.	4 289,1	4 352,2	1 048,9	765,6	2 474,6	5 311,7	5 642,8	596,4	3 953,2	762,1
Febr.	4 302,2	4 361,5	1 049,4	774,1	2 478,7	5 329,9	5 650,5	601,4	3 966,7	761,8
März	4 290,3	4 352,3	1 045,2	767,7	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
April ^(p)	4 293,3	4 357,0	1 044,3	772,3	2 476,7	5 343,7	5 662,6	604,5	3 979,9	759,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,8	-64,3	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,4	8,8	-44,9	32,7	15,7	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 Q2	1,6	3,7	-2,7	7,7	-3,5	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
Q3	-6,0	-0,8	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
Q4	-0,5	1,4	-22,1	13,5	8,1	22,8	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 Q1	38,4	43,4	15,6	12,7	10,2	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 Nov.	12,4	9,3	15,5	-2,4	-0,7	8,4	8,8	2,7	3,6	2,1
Dez.	-19,9	-18,1	-32,0	5,9	6,1	-0,7	1,6	-0,6	3,9	-4,0
2016 Jan.	22,2	23,9	13,2	6,5	2,5	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
Febr.	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
März	0,6	0,9	0,9	-3,8	3,5	11,2	8,4	2,8	7,5	1,0
April ^(p)	5,5	6,4	0,0	5,1	0,5	5,8	5,6	0,9	7,1	-2,2
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	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Q2	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Q3	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
Q4	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Q1	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 Nov.	0,7	0,8	-0,8	3,6	0,5	2,0	1,4	3,6	2,1	-0,1
Dez.	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Jan.	0,5	0,7	-3,0	4,8	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
Febr.	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
März	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
April ^(p)	0,9	1,2	-2,8	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 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	7 187,7	2 248,9	92,2	2 380,9	2 465,8	1 378,2	224,8	184,5	139,7
2015	278,6	7 065,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 548,8	1 325,0	279,1	205,9	135,6
2015 Q2	265,2	7 168,6	2 223,1	86,7	2 329,7	2 529,0	1 453,9	240,5	224,6	147,1
Q3	287,6	7 100,6	2 223,8	83,7	2 263,4	2 529,7	1 356,0	253,7	213,6	140,0
Q4	278,6	7 065,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 548,8	1 325,0	279,1	205,9	135,6
2016 Q1	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,8	2 592,6	1 279,8	306,7	247,1	152,1
2015 Nov.	296,0	7 122,9	2 189,4	80,3	2 283,4	2 569,9	1 380,0	269,8	217,7	146,0
Dez.	278,6	7 065,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 548,8	1 325,0	279,1	205,9	135,6
2016 Jan.	306,1	7 046,6	2 174,2	78,6	2 221,8	2 571,9	1 313,8	297,7	215,0	141,7
Febr.	294,6	7 073,5	2 185,7	77,6	2 193,4	2 616,7	1 288,2	304,2	246,6	142,5
März	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,8	2 592,6	1 279,8	306,7	247,1	152,1
April ^(p)	316,9	7 047,9	2 183,6	75,4	2 173,2	2 615,7	1 283,2	299,3	237,0	140,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,4	0,9	0,7	17,8
2015	7,8	-218,7	-104,0	-13,5	-203,8	102,5	-98,5	-12,1	21,4	-4,0
2015 Q2	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6
Q3	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,8	1,0	-11,0	-7,1
Q4	-11,7	-57,9	-47,5	-3,9	-42,3	35,8	-36,9	10,4	-7,7	-4,3
2016 Q1	40,1	-61,5	1,4	-2,9	-49,9	-10,1	-70,9	32,8	41,3	17,3
2015 Nov.	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,1	-15,3	-40,4	21,3	1,1
Dez.	-17,9	-12,8	-3,0	-0,5	-18,5	9,2	-32,4	-3,5	-11,7	-10,4
2016 Jan.	27,6	-33,8	-9,3	-1,1	-22,5	-0,8	-24,2	11,4	9,1	6,9
Febr.	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9
März	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
April ^(p)	-2,2	8,7	0,8	-1,4	-3,8	13,1	-13,5	-13,2	-10,1	-12,0
Wachstumsraten										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Q2	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	-	-	31,0	23,5
Q3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,0
Q4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Q1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8
2015 Nov.	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
Dez.	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Jan.	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	-	-	5,7	7,0
Febr.	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	8,2	-1,8
März	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8
April ^(p)	17,4	-2,8	-2,7	-15,3	-7,8	2,4	-	-	12,0	4,7

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 Q1	-2,5	.	.	.	.	0,1
Q2	-2,4	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,1	.	.	.	.	0,4
Q4	-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				Vermögens- wirksame Ausgaben	
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge	5		6	7	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben		Sozial- ausgaben	12	13
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	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	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	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	12,5	13,1	15,4	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
Q3	46,6	46,1	12,5	13,2	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,2	2,5	23,1	3,8
Q4	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,2	5,3	2,4	23,0	3,9

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	Schuldverschreibungen	Gebietsansässige	Gebietsfremde	MFI's	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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 Q1	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4
2015 Q1	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,6
Q2	-0,6	-0,1	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4
Q3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,6
Q4	-1,3	-0,3	-0,8	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	1,3

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	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	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 Q1	15,1	13,1	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
Q2	15,1	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
Q3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Q4	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 Nov.	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Dez.	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Jan.	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2
Febr.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
März	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
April	15,0	13,2	4,2	1,9	0,5	6,8	2,7	1,2	0,0	3,2	2,8	0,4	1,3

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren 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										
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9	
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
2015 Q1	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-2,9	-0,2	
Q2	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-2,9	-0,4	
Q3	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
Q4	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
Verschuldung										
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3	
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5	
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2	
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9	
2015 Q1	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5	
Q2	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7	
Q3	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2	
Q4	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 Q1	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-2,9	-3,5
Q2	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
Q3	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-3,0
Q4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
Verschuldung										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 Q1	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
Q2	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
Q3	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
Q4	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2016

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

Für die Erstellung des 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 1. Juni 2016.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-16-004-DE-N (Online-Version)