

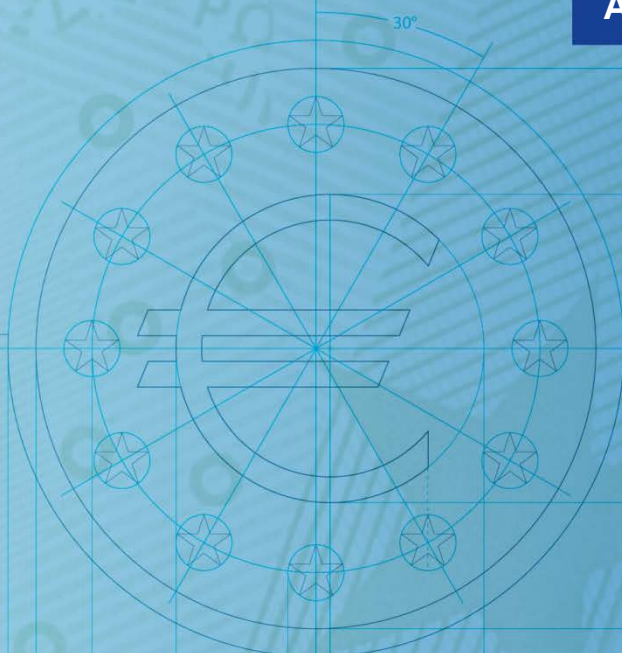


EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2016



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	10
3 Konjunkturentwicklung	12
4 Preise und Kosten	16
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	18
Kästen	22
1 Wirtschaftliche Entwicklungen im Gefolge des Referendums zur EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs	22
2 Die TARGET-Salden und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten	26
3 Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet	30
Aufsätze	33
1 Transmission von Wechselkursänderungen auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet	33
2 Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet seit der Krise	60
Statistik	87

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Die seit Anfang September vorliegenden Informationen haben unsere bisherigen Erwartungen bestätigt, dass sich die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets weiterhin moderat, aber stetig erholt und dass die Inflation allmählich anzieht. Trotz der nachteiligen Auswirkungen der weltweiten wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit zeigte sich die Wirtschaft des Euroraums weiterhin robust. Hierzu trugen auch die umfassenden geldpolitischen Maßnahmen der EZB bei, die sehr günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sicherstellen. Insgesamt bleibt das Basisszenario jedoch mit Abwärtsrisiken behaftet.

Die verfügbaren globalen Indikatoren deuten für das dritte Quartal 2016 darauf hin, dass die weltwirtschaftliche Aktivität und das Handelswachstum wieder leicht zugenommen haben. Zugleich befand sich die Gesamtinflation weltweit auf immer noch niedrigem Niveau, da der Preisauftrieb durch den früheren Rückgang der Energiepreise gebremst wurde. Die Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung auf globaler Ebene sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, die vor allem mit der politischen Unsicherheit und finanziellen Ungleichgewichten in Zusammenhang stehen.

Seit Anfang September sind die Renditen von Staatsanleihen gestiegen, und die EONIA-Terminzinskurve hat sich leicht nach oben verlagert. Insbesondere im mittleren Laufzeitsegment haben die Renditen fast wieder das Ende Juni, d. h. unmittelbar nach dem Brexit-Votum, verzeichnete Niveau erreicht. Die Spreads von Unternehmensanleihen vergrößerten sich etwas, sind insgesamt aber noch immer deutlich niedriger als Anfang März 2016, als das [Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors \(Corporate Sector Purchase Programme – CSPP\)](#) angekündigt wurde. Die Aktiennotierungen waren leicht rückläufig, wobei die Bewertungen im Bankensektor, verglichen mit Anfang 2016, nach wie vor besonders niedrig sind.

Die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet hält an. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte sich das Wirtschaftswachstum in moderatem, aber stetigem Tempo fortsetzen. Die Binnennachfrage dürfte durch die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Realwirtschaft unterstützt werden. Die günstigen Finanzierungsbedingungen und die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen fördern weiterhin die Erholung der Investitionstätigkeit. Darüber hinaus werden das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben durch die nach wie vor relativ niedrigen Ölpreise und den anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der unter anderem von vergangenen Strukturreformen profitiert, zusätzlich gestützt. Außerdem wird der finanzpolitische Kurs im Euroraum im Jahr 2017 weitgehend neutral sein. Allerdings dürfte die

wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet durch die nach wie vor gedämpfte Auslandsnachfrage, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren und die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst werden. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld ergeben.

Eurostat zufolge belief sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerung für das Euro-Währungsgebiet im September 2016 auf 0,4 % nach 0,2 % im Vormonat. Ursächlich hierfür war vor allem ein anhaltender Anstieg der jährlichen Änderungsrate der Energiepreise, während es bislang keine Anzeichen für einen überzeugenden Aufwärtstrend der Kerninflation gibt. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften die Teuerungsraten in den nächsten Monaten anziehen, und zwar großenteils aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit der Vorjahrsrate der Energiepreise. Begünstigt von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturerholung sollte die Inflation 2017 und 2018 weiter steigen.

Die seit Juli 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen trugen im gesamten Euroraum zu einer Verbesserung der Kreditbedingungen und einer Zunahme der Kreditströme bei und unterstützten damit die wirtschaftliche Erholung. So deutet die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2016 darauf hin, dass das Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) und der negative Zinssatz der Einlagefazilität einen Beitrag zu den günstigeren Kreditkonditionen geleistet haben. Zugleich meldeten die Umfrageteilnehmer vor dem Hintergrund weiter sinkender Bankkreditzinsen, die im August 2016 historische Tiefstände erreichten, erneut eine höhere Kreditnachfrage. Die Erholung des Kreditwachstums setzte sich somit in gemäßigtem Tempo fort, wenngleich sich die Dynamik in den Sommermonaten etwas abgeschwächt hatte. Was die marktbasierende Finanzierung anbelangt, so nahm die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im September 2016 deutlich zu.

In seiner Sitzung am 20. Oktober 2016 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Er geht weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten durch die EZB hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. In Bezug auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen 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 fortgeführt werden sollen, bis er eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel in Einklang steht.

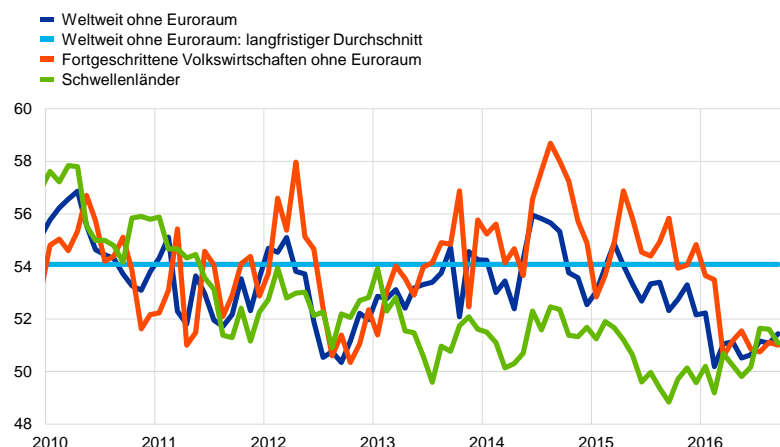
Mit Blick auf die Zukunft ist der EZB-Rat weiterhin entschlossen, den sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, der notwendig ist, um eine nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Zu diesem Zweck wird er auch in Zukunft erforderlichenfalls alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente nutzen. Im Dezember wird der EZB-Rat die neuen, von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die den Zeitraum bis 2019 abdecken, sowie die Arbeitsergebnisse der Ausschüsse des Eurosystems zu den Optionen, die eine reibungslose Umsetzung des Ankaufprogramms bis März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus sicherstellen sollen, in seine Einschätzung einfließen lassen können.

Trotz einer moderaten Konjunkturerholung in einigen Schwellenländern belebt sich die Weltwirtschaft weiterhin zögerlich. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie erhöhte sich im September 2016 erneut geringfügig, wobei ein leichter Rückgang im verarbeitenden Gewerbe durch einen Zuwachs bei den Dienstleistungen ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 1). In vierteljährlicher Betrachtung stieg der globale EMI für die Produktion von 51,3 Punkten im zweiten auf 51,5 Zähler im dritten Jahresviertel. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften war eine uneinheitliche Entwicklung zu beobachten. So erhöhte sich der Index in den Vereinigten Staaten und Japan im dritten Quartal, während er im Vereinigten Königreich zurückging. Die Wachstumsaussichten der Schwellenländer haben sich gegenüber der ersten Jahreshälfte aufgehellt. Umfragen deuten darauf hin, dass ein konjunktureller Wendepunkt erreicht worden sein könnte.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2016.

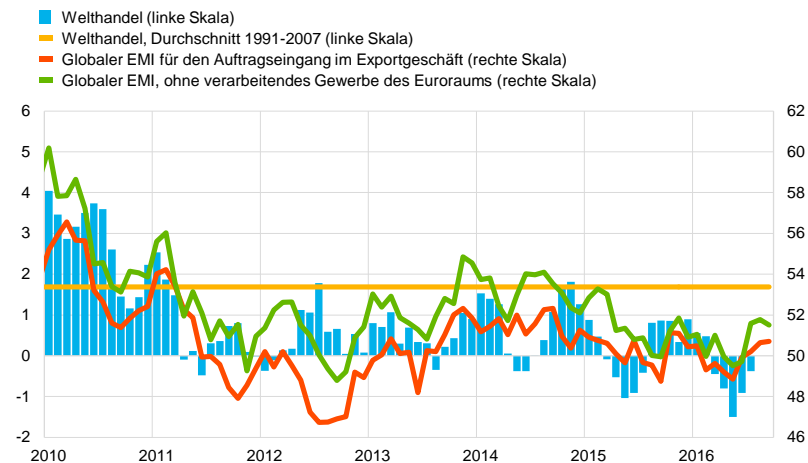
Die Finanzierungsbedingungen weltweit sind nach wie vor günstig. Die Schwellenländer profitierten weiterhin von der erhöhten Risikoneigung, wobei die Kapitalströme in diese Länder vor dem Hintergrund einer allgemeinen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen stabil blieben. Die globale Risikobereitschaft wurde teilweise durch die Maßnahmen der Zentralbanken in einigen großen Industrieländern gestützt. So senkte der geldpolitische Ausschuss der Bank of England im August die Leitzinsen und kündigte eine weitere quantitative Lockerung an. Im September beschloss das Policy Board der Bank von Japan, seinen expansiven geldpolitischen Kurs stärker auszuweiten und eine sogenannte quantitative und qualitative geldpolitische Lockerung mit Kontrolle der Zinsstrukturkurve einzuführen. Es verpflichtete sich außerdem, die monetäre Basis so lange zu erweitern, bis die verzeichnete Teuerungsrate das Preisstabilitätsziel überschreitet und stabil oberhalb dieses Niveaus bleibt. In den Vereinigten Staaten wies hingegen der Offenmarktausschuss der Federal Reserve im September darauf hin, dass sich die Argumente für eine Erhöhung des Zielzinssatzes für Tagesgeld verstärkt hätten.

Der internationale Warenhandel entwickelt sich trotz einer geringfügigen Verbesserung weiterhin schwach. Im Juli war erneut – d. h. den fünften Monat in Folge – eine Kontraktion des globalen Warenhandels festzustellen, wobei sich die Grunddynamik jedoch weiter verbesserte (siehe Abbildung 2). Im Dreimonatsvergleich sank das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren im Juli um 0,4 % nach einem Rückgang von 0,9 % im Vormonat. Aktuelle Daten deuten jedoch darauf hin, dass das Welthandelwachstum seine Talsohle erreicht haben dürfte. So stieg der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im dritten Quartal an.

Der geringe Anstieg der Energiepreise belastet weiterhin die globale Gesamtinflation. Die jährliche VPI-Teuerungsrate im OECD-Raum zog leicht an und lag im August bei 0,9 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet belief sich die am VPI gemessene Inflationsrate indessen unverändert auf 1,8 %. Die Energiepreise sanken im August zwar weiter, jedoch langsamer als im Vormonat; im Vorjahresvergleich gingen sie um 6,7 % zurück, während die Lebensmittelpreise nur geringfügig nachgaben. Die Basiseffekte vergangener Rohstoffpreiskröge dürften in den kommenden Monaten zur Erhöhung der Gesamtinflation beitragen, doch die vorhandenen umfangreichen Kapazitätsreserven werden weiterhin auf mittlere Sicht für Abwärtsdruck auf die globale Inflation sorgen.

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 September 2016 und für den Welthandel auf Juli 2016.

Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent legen nach der Ankündigung der OPEC, sich auf eine Drosselung der Ölförderung geeinigt zu haben, kräftig zu.

Die Entscheidung der OPEC, die Ölproduktion um rund 0,5 bis 1,0 Millionen Barrel pro Tag zurückzufahren, kam für die meisten überraschend; allerdings muss der Beschluss beim nächsten Gipfeltreffen der Organisation Ende November noch ratifiziert werden. Die Tatsache, dass die Ölvorräte in der Nähe der historischen Höchststände liegen, wird sich jedoch dämpfend auf die Neuausrichtung am Markt auswirken. Denn auch bei einer Ratifizierung des Beschlusses wird sich der Überhang der Ölvorräte im OECD-Raum in den nächsten sechs Quartalen allenfalls halbieren. Die Preise für Rohstoffe ohne Öl sind indessen seit Anfang September nahezu unverändert.

Das BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten erholte sich den Indikatoren zufolge im dritten Quartal, nachdem zu Jahresbeginn eine leichte Eintrübung zu beobachten gewesen war.

Das reale BIP legte im zweiten Jahresviertel 2016 auf Jahresrate hochgerechnet um 1,4 % zu. Umfrageergebnisse wie auch harte Daten lassen jedoch darauf schließen, dass das Expansionstempo im dritten Quartal zugenommen hat. Die Konsumausgaben dürften dabei weiterhin Haupttriebfeder des Wachstums sein und von der anhaltenden Verbesserung der Arbeitsmarktlage profitieren. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft stieg in den drei Monaten bis September im Monatsdurchschnitt um 192 000. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate in den Vereinigten Staaten erhöhte sich im September auf 1,5 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet sank die VPI-Teuerungsrate hingegen auf 2,2 %.

Japan verzeichnet nach wie vor ein moderates Wirtschaftswachstum. Nach einer leichten Schwächephase im Juli zogen die Ausfuhren und die Produktion im August wieder an. Die Auftragseingänge im Baugewerbe deuteten im Juli ebenfalls auf einige Verbesserungen am Wohnimmobilienmarkt hin. Unterdessen lässt sich aus Haushaltsbefragungen trotz der anhaltenden Aufhellung am Arbeitsmarkt eine leichte Eintrübung des privaten Konsums ablesen. Die Arbeitslosenquote sank im Juli auf 3 %, und die nominalen Barverdienste stiegen im Vorjahresvergleich um 1,2 %. Die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate fiel im August weiter in den negativen Bereich und lag bei -0,5 %. Die ohne frische Nahrungsmittel und Energie gerechnete VPI-Teuerungsrate, die von der Bank von Japan als bevorzugte Messgröße der Kerninflation herangezogen wird, gab ebenfalls nach und belief sich auf 0,4 %.

Im Vereinigten Königreich setzt sich das robuste Wirtschaftswachstum fort.

Nachdem die Konjunkturindikatoren unmittelbar nach dem Referendum zur EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs merklich nachgegeben hatten, erholten sie sich im August und September zumeist wieder. Die Unsicherheit hinsichtlich der Verhandlungen über einen Austritt aus der Europäischen Union dürfte sich jedoch dämpfend auf die Binnennachfrage und insbesondere die Investitionen auswirken (siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate zog im September auf 1,0 % an und wird sich den Erwartungen nach angesichts der jüngsten Abwertung des Pfund Sterling weiter erhöhen. Aktuelle Daten zu den Vorleistungspreisen weisen in der Tat darauf hin, dass sich ein gewisser Preisdruck aufbaut.

In China wird ein anhaltend robustes Wirtschaftswachstum verzeichnet. Die jüngsten Angaben bestätigen für das dritte Vierteljahr einen stabilen BIP-Zuwachs von 6,7 % gegenüber dem Vorjahr. Wachstumsmotor war in erster Linie der Konsum, während die Bruttoanlageinvestitionen im Vergleich zum zweiten Quartal einen etwas geringeren Wachstumsbeitrag leisteten, was mit der langsamen Neuausrichtung der Wirtschaft in Einklang steht. Vom Außenbeitrag ging nach wie vor ein geringfügig negativer Wachstumsimpuls aus. Die Wohnimmobilienpreise in den größeren Städten zogen mit Vorjahrsraten von rund 30 % kräftig an. Aus diesem Grund haben einige lokale Behörden begonnen, den Immobilienerwerb zu beschränken. In den kleineren Städten entwickeln sich die Preise vor dem Hintergrund eines Angebotsüberhangs hingegen stabiler. Die jährliche am VPI gemessene Inflationsrate stieg im September auf 1,9 %, während die jährliche Änderungsrate der Erzeugerpreise, die seit März 2012 ein negatives Vorzeichen aufgewiesen hatte, zugleich auf 0,1 % kletterte.

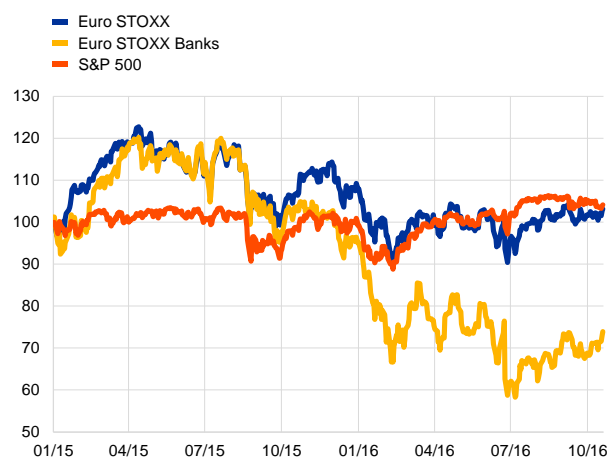
2 Finanzielle Entwicklungen

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum sind seit Anfang September gestiegen. Während des Berichtszeitraums (8. September bis 19. Oktober 2016) legten die Renditen zehnjähriger Staatspapiere um 6 bis 30 Basispunkte zu. Insgesamt blieben die Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit in den meisten Ländern stabil. Ausgenommen hiervon waren Griechenland und Italien, wo sich die Spreads um 12 bzw. 21 Basispunkte vergrößerten.

Abbildung 3

Ausgewählte Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2015 = 100)



Quelle: Thomson Reuters.

Anmerkung: Tageswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Oktober 2016.

Die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet sind seit Anfang September nahezu unverändert geblieben.

Am Ende der Berichtsperiode lag der Gesamtindex im Euroraum nach wie vor rund 3 % unter dem Wert, der kurz vor dem Referendum zur EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs verzeichnet worden war, und 2 % unter seinem Stand von Anfang 2016. Der Bankensektor des Eurogebiets wurde weiterhin durch Bedenken hinsichtlich der Ertragskraft der Institute sowie durch länder- und bankenspezifische Ereignisse belastet. So notierten Bankaktien am 19. Oktober etwa 20 % niedriger als zu Jahresbeginn 2016 (siehe Abbildung 3). In den USA gaben die Kurse im Berichtszeitraum um rund 2 % nach, während sie in Japan weitgehend stabil blieben und im Vereinigten Königreich mehr als 2 % zulegten. Die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse blieben im Eurogebiet insgesamt unverändert und lagen weiterhin deutlich unter dem Ende Juni angesichts des Brexit-Votums verzeichneten Höchststand.

Die Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften beendeten den Abwärtstrend, der seit der Bekanntgabe des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) durch den EZB-Rat im März beobachtet worden war.

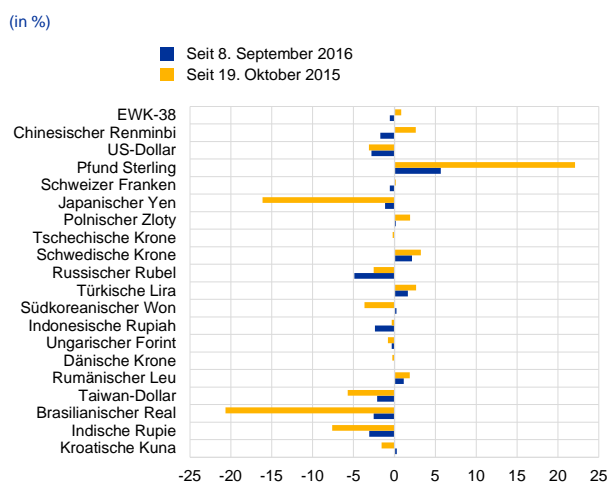
Nachdem die Anleiherenditen seit Anfang März – unterbrochen von einer kurzen Umkehr im Juni aufgrund der Spannungen im Zusammenhang mit dem britischen Referendum – nach unten tendiert hatten, weiteten sich die Spreads ab Anfang September über alle Ratingkategorien hinweg leicht aus. Ungeachtet dessen lagen die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen des Euroraums am 19. Oktober je nach Bonitätseinstufung 15 bis 50 Basispunkte unterhalb des Anfang März (dem Zeitpunkt der Ankündigung des CSPP) verzeichneten Niveaus. Auch bei den Anleihen des Finanzsektors war im Berichtszeitraum in allen Ratingkategorien eine geringfügige Zunahme der Spreads festzustellen. Die Diskrepanz zwischen der Entwicklung von Bankaktien, die seit Jahresbeginn deutliche Kursverluste erlitten haben, und der Spreads von Finanzanleihen deutet darauf hin, dass die Entwicklung im Bankensektor weniger

von der Wahrnehmung erhöhter Ausfallrisiken bei Finanzinstituten, sondern nach wie vor im Wesentlichen von Bedenken hinsichtlich der Ertragskraft bestimmt wird.

An den Devisenmärkten war der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit-Votum legte der Euro seit dem 8. September gegenüber dem Pfund Sterling um 5,7 % zu. Auch gegenüber den Währungen der meisten EU-Länder außerhalb des Eurogebiets verbuchte die Gemeinschaftswährung Kursgewinne. Indessen wertete der Euro in Relation zu den meisten anderen wichtigen Währungen ab, unter anderem gegenüber dem US-Dollar (-2,8 %), dem japanischen Yen (-1,1 %) und dem Schweizer Franken (-0,6 %) sowie in Relation zu den Währungen großer Schwellenländer (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



Quelle: EZB.
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Prozentuale Veränderung in Relation zum Kurs am 19. Oktober 2016.

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb im Berichtszeitraum stabil bei rund -35 Basispunkten.

Gegen Ende des dritten Quartals stieg er kurzzeitig auf -32 Basispunkte an. Im Zusammenhang mit den Wertpapierkäufen des Eurosystems im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erhöhte sich die Überschussliquidität um etwa 28 Mrd € auf rund 1 065 Mrd €.

Verglichen mit den Anfang September beobachteten Tiefständen verschob sich die Terminzinskurve des EONIA, insbesondere bei den Laufzeiten von über einem Jahr, nach oben. Sie liegt derzeit auf ähnlichem Niveau wie unmittelbar nach dem britischen Referendum, vor allem im Bereich der Laufzeiten von bis zu fünf Jahren.

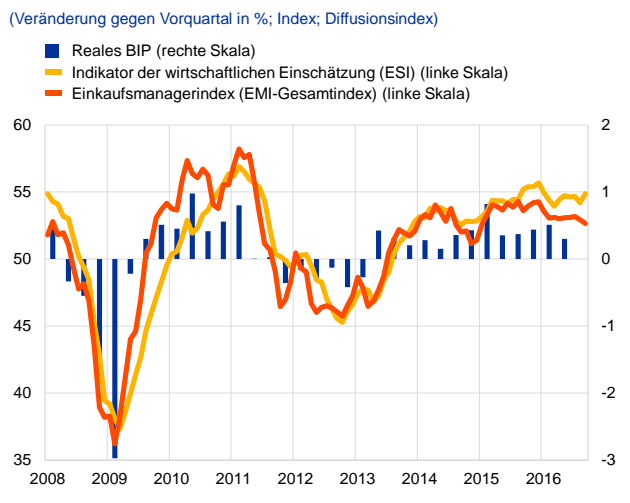
Im Berichtszeitraum verlagerte sich die EONIA-Terminzinskurve bei den mittleren Laufzeiten um rund 6 Basispunkte nach oben. Bei den Laufzeiten von unter zwei Jahren fiel die Aufwärtsverschiebung nur marginal aus, und bei den Laufzeiten bis Sommer 2021 blieb die Kurve unterhalb der Nulllinie.

3 Konjunkturentwicklung

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet setzt sich trotz einiger witterungsbedingter Schwankungen in der ersten Jahreshälfte 2016 fort.

Das reale BIP erhöhte sich im zweiten Vierteljahr 2016 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, wobei von der Binnennachfrage moderate und vom Außenhandel stärkere Wachstumsimpulse ausgingen (siehe Abbildung 5). Im Gegensatz dazu fiel der Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum im zweiten Quartal negativ aus. Die aktuellen Konjunkturindikatoren, harten Daten und Umfrageergebnisse zeigten sich weiterhin robust und deuten auf ein anhaltend moderates Wachstum im dritten Jahresviertel hin.

Abbildung 5
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie im Euroraum



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.
Anmerkung: Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) ist normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex (EMI). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016 (reales BIP) bzw. September 2016 (ESI und EMI).

Der private Konsum als Haupttriebfeder der laufenden Erholung leistete in der ersten Jahreshälfte 2016 nach wie vor einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum.

Zwar schwächte sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im zweiten Vierteljahr 2016 auf 0,2 % gegenüber dem Vorquartal ab, diese Verlangsamung ist jedoch vor dem Hintergrund des starken Ergebnisses im ersten Jahresviertel zu sehen, als der private Verbrauch im Quartalsvergleich um 0,6 % zunahm. Das geringere Konsumwachstum im zweiten Quartal ist auf eine höhere Sparquote zurückzuführen, da der reale Einkommenszuwachs anhielt. Tatsächlich profitiert der Konsum im Zuge der anhaltenden Erholung vom Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte, der wiederum vor allem eine Folge der zunehmenden Beschäftigung und der niedrigen Ölpreise ist. Beim real verfügbaren Bruttoeinkommen der Privathaushalte wurde im zweiten Quartal 2016 ein Plus von 2,5 % gegenüber dem Vorjahr und damit die höchste Zuwachsrate seit 15 Jahren verzeichnet. Darüber hinaus haben die bilanziellen Restriktionen der

privaten Haushalte nachgelassen, und ihre Verschuldung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen hat sich in der laufenden Erholungsphase kontinuierlich verringert, wodurch die Dynamik des Gesamtkonsums gestützt wird.

Mit Blick auf die Zukunft dürften sich die privaten Konsumausgaben weiter stetig erhöhen.

Nach einer Verbesserung im zweiten Quartal 2016 nahm das Verbrauchervertrauen im dritten Jahresviertel leicht ab, was wohl unter anderem auf das Ergebnis des Referendums im Vereinigten Königreich und auf die jüngsten Terroranschläge zurückzuführen ist. Gleichwohl hält sich die Stimmung der Verbraucher nach wie vor auf einem Niveau oberhalb des langfristigen Durchschnitts. Die Angaben zum Einzelhandel (bis August 2016) und zu den Pkw-Neuzulassungen (bis September 2016) stehen im Einklang mit einem Anstieg der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal, der etwas stärker ausgefallen sein könnte als im zweiten Vierteljahr. Darüber hinaus dürfte sich auch der erneute

Beschäftigungszuwachs, der aus den jüngsten Umfrageindikatoren hervorgeht, weiterhin stützend auf den privaten Verbrauch auswirken.

Die Investitionstätigkeit schwächte sich im zweiten Jahresviertel ab, nachdem günstige Witterungseinflüsse die Baukonjunktur im ersten Quartal gestützt hatten. Die Gesamtinvestitionen wiesen im zweiten Vierteljahr 2016 ein Nullwachstum gegenüber dem Vorquartal auf. Grund hierfür war, dass der Anstieg der Investitionen außerhalb des Baugewerbes durch einen Rückgang der Bauinvestitionen ausgeglichen wurde. Die im Berichtsquartal verzeichnete Zunahme der Investitionen ohne Bauten war nahezu vollständig auf höhere Investitionen in Fahrzeuge zurückzuführen; der Rest entfiel auf Investitionen in der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT). Die Bauinvestitionen verringerten sich im zweiten Jahresviertel um 0,4 %, nachdem sie drei Quartale in Folge gestiegen waren. Diese Abschwächung war weitgehend der Investitionsentwicklung in Deutschland geschuldet und eine Folge des schwindenden Witterungseffekts, der einen stark aufwärtsgerichteten Einfluss auf das Ergebnis des ersten Quartals ausgeübt hatte.

Für das dritte Quartal 2016 deuten die aktuellen Daten auf eine moderate Zunahme der Unternehmensinvestitionen und eine Erholung der Bauinvestitionen hin. Das schwache Wachstum der Unternehmensinvestitionen wird durch die Angaben zur Investitionsgüterproduktion, die im Juli und August verglichen mit dem zweiten Vierteljahr nur geringfügig ausgeweitet wurde, bestätigt. Hinzu kommt, dass das Vertrauen im Investitionsgütergewerbe im dritten Quartal im Durchschnitt geringer war als im zweiten Jahresviertel und die Einschätzung der Auftragslage in diesem Sektor – insbesondere mit Blick auf die Bestellungen aus dem Ausland – verhalten blieb, was auf einen gewissen negativen Einfluss des schwachen internationalen Umfelds schließen lässt. Was die Bauinvestitionen betrifft, so signalisieren Bestimmungsfaktoren wie etwa die erteilten Baugenehmigungen, die Nachfragesituation im Baugewerbe und die Beurteilung der Auftragsbestände für die nächste Zeit eine anhaltende Erholung. Darüber hinaus deuten auch aktuellere Daten zur monatlichen Produktion sowie Umfrageergebnisse auf eine Belebung der Bautätigkeit im dritten Jahresviertel 2016 hin.

Die Erholung der Unternehmensinvestitionen dürfte sich auch über das nächste Quartal hinaus fortsetzen. Die Nachfrage, der akkommodierende geldpolitische Kurs sowie die günstigen Finanzierungsbedingungen und der Ersatzbedarf dürften die Unternehmensinvestitionen tragen. Im weiteren Verlauf sollten auch die steigenden Gewinne die Gesamtinvestitionen stützen. Abwärtsrisiken für die Investitionsaussichten der Unternehmen ergeben sich aus dem internationalen Umfeld, unter anderem aus den Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit.

Die Gesamtausfuhren des Euro-Währungsgebiets erwiesen sich im zweiten Quartal 2016 als recht robust, wohingegen die monatlichen Daten für den Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euroraums bislang auf ein schwaches drittes Jahresviertel hinweisen. Die monatlichen Handelsergebnisse für August lassen darauf schließen, dass sich die Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets gegenüber dem Vorjahrszeitraum (gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt) leicht erholten. Im historischen Vergleich ist das

Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums aber immer noch gering. Was die Schwellenländer betrifft, so schwächte sich das Wachstum der Exporte nach China ab, und bei den Warenausfuhren nach Russland und Lateinamerika wurde ein Rückgang verzeichnet. Bei den Industrieländern war der Beitrag der Exporte in die Vereinigten Staaten negativ, während jener für Ausfuhren in europäische Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets positiv ausgefallen sein dürfte. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte der seit Anfang 2016 verzeichnete leichte Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses die Exporte des Eurogebiets belasten. Außerdem könnten sich die möglichen Folgen des Referendums im Vereinigten Königreich für die globalen Handelsströme nachteilig auf die Ausfuhren auswirken. Aktuellere Indikatoren wie etwa Umfrageergebnisse weisen auf eine nach wie vor verhaltene Entwicklung der Auslandsnachfrage hin, obgleich sich im dritten Quartal anscheinend eine leichte Verbesserung bei den Auslandsbestellungen eingestellt hat.

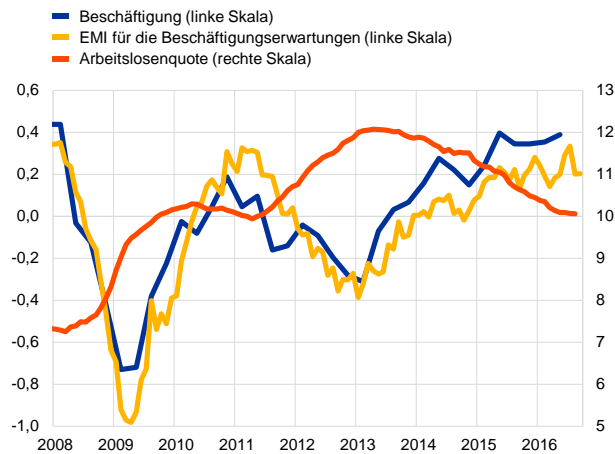
Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen insgesamt auf ein anhaltend moderates Wachstum des realen BIP im dritten Vierteljahr 2016 schließen.

Nach einem leichten Rückgang im Juli stieg die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im August im Vormonatsvergleich deutlich an. Im Durchschnitt der beiden genannten Monate lag sie 0,1 % über ihrem Wert vom zweiten Jahresviertel, als sich die Produktion um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal verringert hatte. Aktuellere Umfrageergebnisse stehen mit einem anhaltenden, in etwa der Rate vom zweiten Jahresviertel entsprechenden Wachstum im dritten Vierteljahr im Einklang. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie belief sich im dritten Quartal 2016 im Durchschnitt auf 52,9 Punkte nach 53,1 Zählern im zweiten Jahresviertel, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) blieb mit 104,3 Punkten unverändert (siehe Abbildung 5). Während der ESI seinen langfristigen Durchschnitt weiterhin deutlich übertrifft, liegt der EMI derzeit geringfügig unter seinem historischen Durchschnittswert.

Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016 (Beschäftigung), September 2016 (EMI) bzw. August 2016 (Arbeitslosigkeit).

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euroraums

hellte sich weiter allmählich auf. Im zweiten Jahresviertel 2016 erhöhte sich die Beschäftigung erneut, und zwar um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal; auf Jahressicht ist sie damit um 1,4 % gestiegen. Die Zahl der Beschäftigten hat seit dem zweiten Vierteljahr 2013, als der Beschäftigungsanstieg einsetzte, kumuliert um 3 % zugenommen. Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im August unverändert bei 10,1 % und somit 2,0 Prozentpunkte unter ihrem jüngsten Höchststand vom April 2013 (siehe Abbildung 6). Dieser Rückgang war in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen zu beobachten. Außerdem nimmt die Langzeitarbeitslosigkeit (d. h. Personen, die mindestens zwölf Monate ohne Beschäftigung sind) weiter langsam ab, beläuft sich aber immer noch auf mehr als 5 % der Erwerbspersonen. Aktuellere Umfrageergebnisse lassen für die nächste Zeit auf eine weitere Erholung an den Arbeitsmärkten schließen.

Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte sich das Wirtschaftswachstum in moderatem, aber stetigem Tempo fortsetzen.

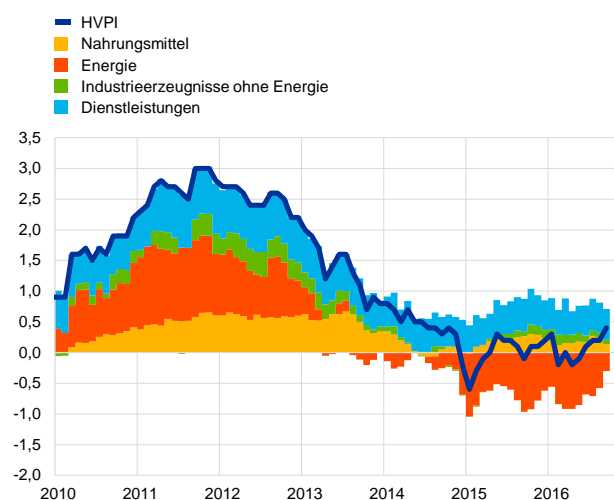
Die Binnennachfrage dürfte durch die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen auf die Realwirtschaft gestützt werden. Die günstigen Finanzierungsbedingungen und die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen fördern weiterhin die Erholung der Investitionstätigkeit. Darüber hinaus werden das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben durch die noch immer relativ niedrigen Ölpreise und den anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der unter anderem mit zurückliegenden Strukturreformen zusammenhängt, zusätzlich gestützt. Zudem dürfte der finanzpolitische Kurs im Euroraum im Jahr 2017 insgesamt weitgehend neutral sein. Allerdings wird die konjunkturelle Erholung den Erwartungen zufolge durch die nach wie vor gedämpfte Auslandsnachfrage, die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld ergeben. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Oktober von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Juli weitgehend unverändert waren.

4 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation stieg in den letzten Monaten weiter an. Der seit dem jüngsten Tiefstand von -0,2 % im April 2016 zu beobachtende Aufwärtstrend ist in erster Linie dem nachlassenden Effekt des in der Vergangenheit verzeichneten Ölpreisrückgangs zuzuschreiben (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7
Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2016.

Die meisten Messgrößen der Kerninflation lassen keine deutlichen Anzeichen für einen Aufwärtstrend erkennen. Seit ihrem Anstieg in der ersten Jahreshälfte 2015 bewegt sich die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel um einen Wert von 1 %. Andere Messgrößen des zugrunde liegenden Preistrends liefern ebenfalls keine eindeutigen Hinweise auf eine Aufwärtsdynamik. Zum Teil mag dies den indirekten abwärtsgerichteten Effekten des zurückliegenden Preiseinbruchs bei Öl und sonstigen Rohstoffen geschuldet sein, die erst mit zeitlicher Verzögerung zum Tragen kommen. Grundsätzlich hat sich der binnenwirtschaftliche Kostendruck – vor allem das Lohnwachstum – weiterhin gedämpft entwickelt.

Die Änderungsrate der Importpreise weist nach wie vor ein negatives Vorzeichen auf, während der Preisaufrieb auf der Erzeugerebene recht stabil geblieben ist. Die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel

verringerte sich im August erneut leicht und lag bei -1,4 % nach -1,3 % im Vormonat. Auf den nachgelagerten Stufen der Preiskette blieben die Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel weitgehend stabil; entsprechend lag ihre Jahresänderungsrate mit 0,1 % im August nur geringfügig über dem Niveau von 0,0 % im Juli. Zwar dürften die verbesserten Wirtschaftsbedingungen zu einem Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise geführt haben, doch dieser könnte durch die niedrigen rohstoffbezogenen Vorleistungspreise und den weltweiten Disinflationdruck aufgezehrt worden sein.

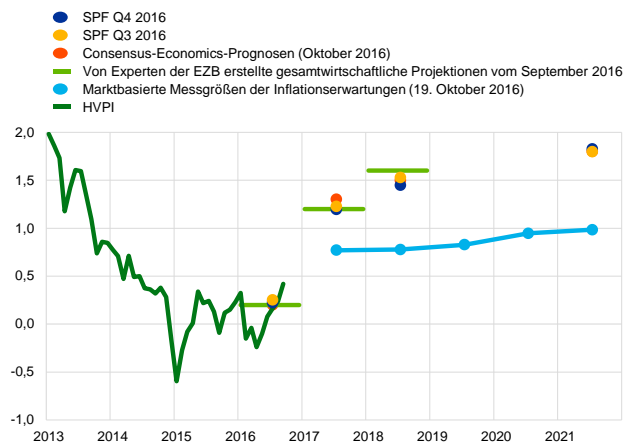
Das Lohnwachstum entwickelte sich weiterhin verhalten. Im zweiten Quartal 2016 sank die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer geringfügig auf 1,1 % nach 1,2 % im vorangegangenen Jahresviertel. Gedämpft wurde das Lohnwachstum vermutlich nach wie vor durch die beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, das schwache Produktivitätswachstum, die niedrige Inflation und die noch immer spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Finanz- und Wirtschaftskrise durchgeführten Arbeitsmarkt-reformen.¹

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

Abbildung 8

Marktbasierte und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SFP) der EZB, Thomson Reuters, Consensus Economics, von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis Ende September 2016. Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen werden abgeleitet von inflationsindexierten Nullkupon-Swaps basierend auf dem HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren.

Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind leicht gestiegen, bleiben jedoch auf einem niedrigen Stand, wohingegen die entsprechenden umfragebasierten Messgrößen weiterhin deutlich darüber liegen (siehe Abbildung 8). Die marktbasieren Messgrößen der

Inflationserwartungen haben sich seit September über alle Laufzeiten hinweg etwas erholt, wenn auch ausgehend von historischen Tiefständen. So stieg die fünfjährige Termininflationrate in fünf Jahren von 1,29 % Anfang September auf 1,43 % Mitte Oktober. Das gegenwärtig niedrige Niveau der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen spiegelt teils die niedrigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, teils eine angesichts des Niedriginflationsumfelds begrenzte Nachfrage nach Inflationsschutz wider. Die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen indessen erneut deutlich über den entsprechenden marktbasieren Messgrößen. Aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2016 geht hervor, dass sich die

Inflationserwartungen für die Teuerung in fünf Jahren weiterhin auf 1,8 % belaufen. Ferner gehen die Marktteilnehmer nach wie vor davon aus, dass die Inflationsraten in zwei bzw. fünf Jahren aller Wahrscheinlichkeit nach nicht negativ sein werden. Die Ergebnisse anderer Institutionen und Umfragen decken sich in Bezug auf die längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend mit den SPF-Einschätzungen.

Der Anfang 2014 begonnene Preisanstieg bei Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet setzte sich im ersten Halbjahr 2016 fort.

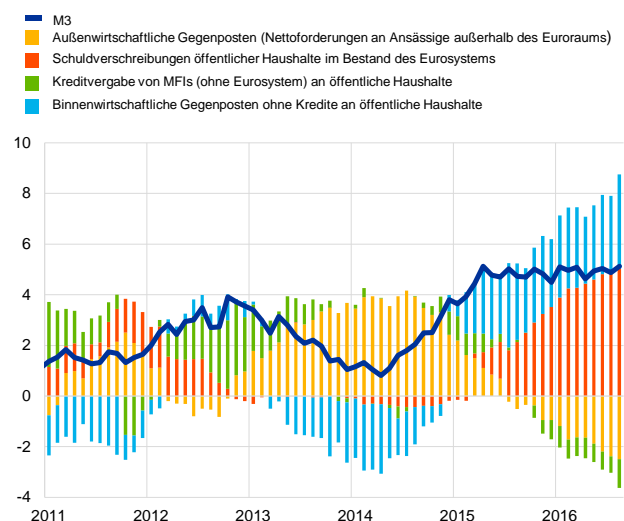
Gemäß dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien belief sich die Jahreswachstumsrate der Preise für Wohneigentum im Eurogebiet im zweiten Quartal 2016 auf 3,0 % nach 2,7 % im ersten Jahresviertel 2016 und 2,2 % im Schlussquartal 2015 (siehe Kasten 3).

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 war nach wie vor robust. Die Jahreswachstumsrate von M3 belief sich im August auf 5,1 % gegenüber 4,9 % im Juli; sie bewegt sich damit seit April 2015 um ein Niveau von rund 5 % (siehe Abbildung 9). Die M3-Dynamik wurde weiterhin durch die liquidesten Komponenten bestimmt, da die Opportunitätskosten für das Halten liquider Einlagen angesichts der sehr niedrigen Zinsen und einer flachen Zinsstrukturkurve gering waren. Das jährliche M1-Wachstum beschleunigte sich von 8,4 % im Juli auf 8,9 % im August, nachdem es sich zuvor gegenüber seinem im Juli 2015 erreichten Höchststand mehrfach verlangsamt hatte.

Abbildung 9
Geldmenge M3 und Gegenposten

(über 12 Monate kumulierte Stromgrößen in Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Position „Binnenwirtschaftliche Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte“ umfasst die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (einschließlich Kapital und Rücklagen), die MFI-Kredite an den privaten Sektor sowie die sonstigen Gegenposten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2016.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge wurde weiterhin überwiegend von binnenwirtschaftlichen Quellen der Geldschöpfung angetrieben. Der Erwerb von Schuldverschreibungen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) wirkte sich nach wie vor ausgesprochen positiv auf das M3-Wachstum aus (siehe die orangefarbenen Balken in Abbildung 9). Dagegen blieb der Beitrag der Kreditvergabe der monetären Finanzinstitute (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte negativ (siehe grüne Balken in Abbildung 9).

Auch die binnenwirtschaftlichen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte übten einen positiven Einfluss auf das M3-Wachstum aus (siehe die blauen Balken in Abbildung 9). In dieser Entwicklung kommt die allmähliche Belebung der Kreditvergabe an den privaten Sektor zum Ausdruck, doch wurde das M3-Wachstum nach wie vor auch durch die stark negative Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs

(ohne Kapital und Rücklagen) gestützt. Grund hierfür war zum Teil die flache Zinsstrukturkurve, die sich durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ergab und die Attraktivität der Haltung langfristiger Einlagen und Bankanleihen aus Anlegersicht schmälert. Die Verfügbarkeit der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) als günstige Alternative zur längerfristigen marktbasierenden Bankfinanzierung spielte in diesem Zusammenhang ebenfalls eine Rolle.

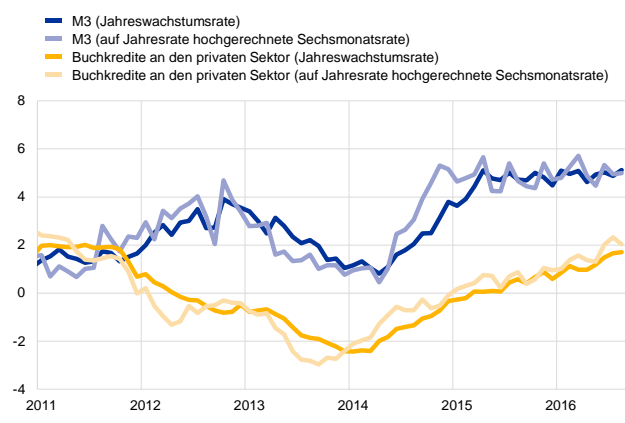
Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors leistete weiterhin einen negativen Beitrag zum jährlichen Wachstum der Geldmenge M3 (siehe die gelben Balken in Abbildung 9). Ursächlich hierfür waren die anhaltenden Kapitalabflüsse aus dem Euroraum sowie die Portfolioumschichtungen zugunsten gebietsfremder Anlagen, und zwar insbesondere der Verkauf von Staatsanleihen aus dem Euroraum durch Gebietsfremde im Zuge des PSPP (siehe hierzu auch Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht).

Die Erholung des Buchkreditwachstums setzte sich in gemäßigem Tempo fort.

Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) blieb im August bei den Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wie auch an private Haushalte stabil (siehe Abbildung 10). Auch wenn die allmähliche Erholung der Kreditdynamik in den Sommermonaten etwas ins Stocken geriet, wurde sie doch weiterhin durch den seit Sommer 2014 verzeichneten beträchtlichen Rückgang der Bankkreditzinsen (vor allem aufgrund der geldpolitischen Maßnahmen der EZB) sowie eine stärkere Nachfrage nach Bankkrediten gestützt. Indessen stellen die anhaltende Konsolidierung der Bilanzen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowie die in einigen Ländern notwendige Anpassung der Geschäftsmodelle der Banken nach wie vor ein Hemmnis für das Kreditwachstum dar.

Abbildung 10
Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2016.

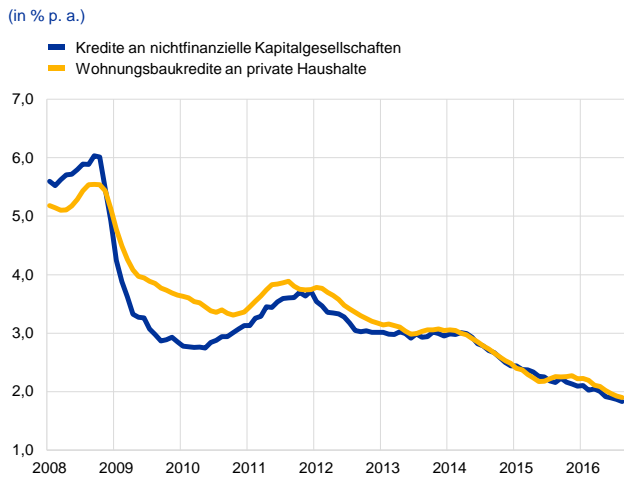
Die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2016 lässt darauf schließen, dass die Dynamik der Buchkredite im dritten Quartal 2016 auch weiterhin von einer steigenden Nachfrage in allen Darlehenskategorien gefördert wurde.

Nachdem die Kreditrichtlinien seit dem zweiten Quartal 2014 per saldo gelockert worden waren, blieben sie bei den Unternehmenskrediten unverändert, während bei den Krediten an private Haushalte eine Lockerung zu beobachten war. Die Wettbewerbssituation und in geringerem Maße auch eine niedrigere Risikoeinschätzung wirkten sich nach wie vor begünstigend auf die Richtlinien für Kredite sowohl an Unternehmen als auch an private Haushalte aus. Überdies führte das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) nach Angaben der Banken insgesamt zu gelockerten Kreditbedingungen, und der

negative Zinssatz der Einlagefazilität hatte einen positiven Einfluss auf die Kreditvolumina. Hingegen berichteten die Banken, dass das APP und der negative Einlagesatz ihre Margen geschmälert hätten.

Abbildung 11

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2016.

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

sanken im August auf ein neues Allzeittief (siehe Abbildung 11). Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. Gestützt wurde dieser Rückgang durch die sinkenden Finanzierungskosten der Banken, welche wiederum auf die günstigeren Refinanzierungsmöglichkeiten über die GLRGs zurückzuführen waren.

In der Zeit von Mai 2014 bis August 2016 verringerten sich die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte im Eurogebiet um 110 Basispunkte bzw. rund 100 Basispunkte.

In diesem Zeitraum gaben die Bankkreditzinsen in den angeschlagenen Ländern des Eurogebiets stärker nach als in den übrigen Euro-

Ländern, was auf ein verbessertes Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen hindeutet. Unterdessen verengte sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und den Zinsen für große Kredite (mehr als 1 Mio €). Dies lässt insgesamt darauf schließen, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von den rückläufigen Kreditzinsen profitiert haben als große Unternehmen. Der Rückgang der Finanzierungskosten und der Kreditzinsen der Banken hat dazu beigetragen, die zwischen den einzelnen Euro-Ländern bestehenden Asymmetrien sowie die Fragmentierung der Finanzierungskosten und der Kreditvergabebedingungen zu verringern.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zog im September 2016 merklich an, nachdem sie im Juli und August recht verhalten gewesen war.

Aus den jüngsten offiziellen EZB-Daten geht hervor, dass die Emissionstätigkeit im Juli und August moderat blieb, wofür saisonale Faktoren verantwortlich waren. Vorläufige Daten lassen aber darauf schließen, dass sie sich im September 2016 deutlich belebte, wobei die Zunahme in fast allen Ländern zu beobachten war. Schätzungen zufolge fiel die Emissionstätigkeit von März bis September deutlich höher aus als im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Gestützt wurde diese Entwicklung unter anderem durch den Ankauf von Unternehmensanleihen durch die EZB. Die Begebung börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war indessen in den letzten Monaten weiterhin recht verhalten.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum sind nach wie vor günstig. Die nominalen Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind immer noch sehr niedrig, wenngleich sie sich im August und September 2016 gegenüber ihrem historischen Tief im Juli wieder leicht erhöht haben. Grund für die Zunahme sind gestiegene Eigenfinanzierungskosten. Dagegen haben sich die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung infolge der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB und der weltweit insgesamt rückläufigen Anleiherenditen in den vergangenen Monaten auf einem sehr niedrigen Niveau eingependelt.

Kästen

1 Wirtschaftliche Entwicklungen im Gefolge des Referendums zur EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs

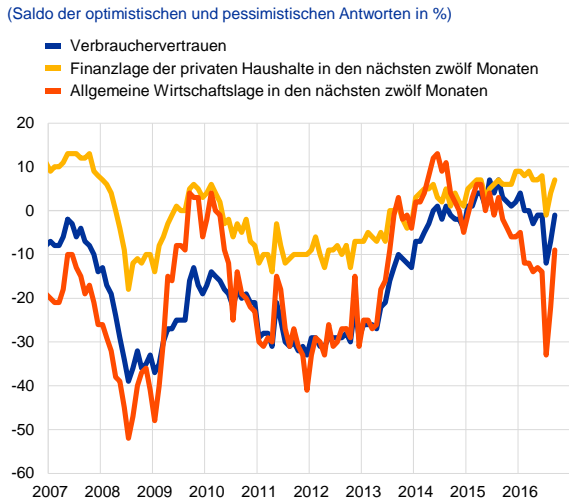
Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Entwicklungen sowie die Konjunkturaussichten im Vereinigten Königreich und im Euro-Währungsgebiet nach dem britischen Referendum zur EU-Mitgliedschaft vom 23. Juni 2016 untersucht.¹

Die Wähler votierten mit rund 52 % mehrheitlich für einen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU. Die Premierministerin signalisierte vor Kurzem, dass das Land dem Europäischen Rat bis März 2017 formell seine Austrittsabsicht mitteilen werde. Gemäß Artikel 50 des Vertrags über die Europäische Union würde damit ein Verfahren in Gang gesetzt, an dessen Ende ein zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich geschlossenes Austrittsabkommen stünde. Käme ein derartiges Abkommen nicht zustande, würden die EU-Verträge zwei Jahre nach der gemäß Artikel 50 erfolgten Mitteilung auf das Vereinigte Königreich keine Anwendung mehr finden, es sei denn, der Europäische Rat würde im Einvernehmen mit dem Vereinigten Königreich einstimmig beschließen, diese Frist zu verlängern. Momentan herrscht eine hohe Unsicherheit hinsichtlich der Ausgestaltung der künftigen Wirtschaftsbeziehungen des Vereinigten Königreichs mit der EU, vor allem, was den künftigen Zugang des Landes zum EU-Binnenmarkt angeht.

Trotz der unmittelbar nach dem Referendum beobachteten erhöhten Unsicherheit hat sich die Konjunktur im Vereinigten Königreich bislang gut behauptet. Dabei scheint sich der private Verbrauch als besonders robust erwiesen zu haben. Die Konsumklimaindikatoren der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) erholten sich im August und September, nachdem sie unmittelbar nach dem Referendum kräftig gesunken waren (siehe Abbildung A). Auch die Einzelhandelsumsätze blieben recht stabil. Die Investitionen hingegen scheinen von der Unsicherheit in Mitleidenschaft gezogen worden zu sein; so war bei den entsprechenden Stimmungsindikatoren ein Rückgang zu verbuchen (siehe Abbildung B).

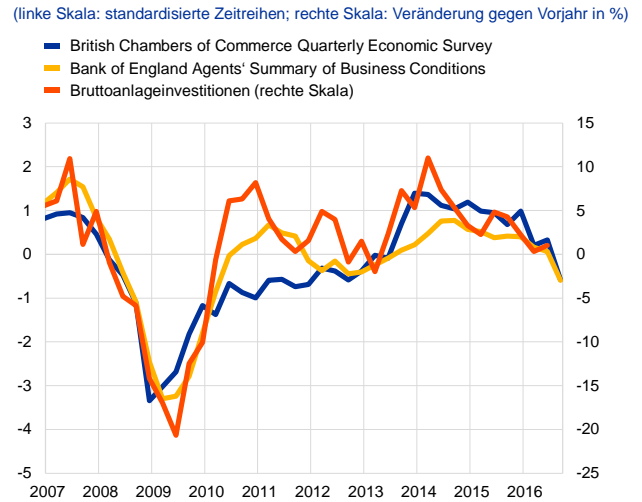
¹ Siehe auch EZB, Auswirkungen des Brexit-Votums auf die Konjunkturaussichten im Euroraum, Kasten 1, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2016.

Abbildung A
Konsumklimaindikatoren der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK)



Quelle: Consumer Confidence Barometer der GfK.

Abbildung B
Investitionsklimaindikatoren

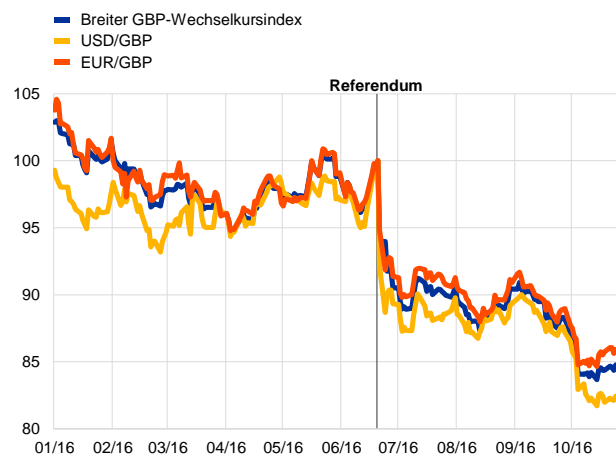


Quellen: Bank of England (Agents' Summary of Business Conditions), British Chambers of Commerce und nationales Statistikkamt des Vereinigten Königreichs.
 Anmerkung: Die Umfrageindikatoren wurden durch Aggregation der Indizes für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe ermittelt, wobei eine Gewichtung auf Basis der Wertschöpfung vorgenommen wurde. Der Agents' Summary of Business Conditions basiert auf Monatswerten bis August 2016.

An den Devisenmärkten kam das Brexit-Votum für viele Marktteilnehmer überraschend. Das Pfund Sterling verzeichnete in den Tagen nach dem Referendum kräftige Kursverluste, stabilisierte sich aber im Sommer wieder etwas (siehe Abbildung C). Im September und vor allem Anfang Oktober schwächte sich die britische Währung erneut ab; Grund hierfür waren politische Ankündigungen im Vereinigten Königreich, die es weniger wahrscheinlich erscheinen ließen, dass das Land den Zugang zum EU-Binnenmarkt in Zukunft behalten wird. Insgesamt hat das Pfund Sterling in nominaler effektiver Rechnung seit dem Referendum um rund 14 % abgewertet.

Abbildung C Wechselkursentwicklung

(23. Juni 2016 = 100; Rückgang = Abwertung des GBP)



Quelle: EZB.

Andere Finanzmärkte haben die gestiegene Unsicherheit relativ gut bewältigt.

Die Aktienmärkte haben sich von den abrupten Kursrückgängen in den Tagen nach dem Referendum erholt. Die Renditen britischer Staatsanleihen sowie privater Anleihen sind gegenwärtig niedriger als vor dem Votum, wenngleich sie Anfang Oktober im Gefolge der bereits erwähnten politischen Ankündigungen leicht anzogen. Im August senkte die Bank of England ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 0,25 %, weitete ihr Wertpapierankaufprogramm aus und führte ein „Term Funding Scheme“ ein, um den Transmissionsprozess zu unterstützen, durch den die Leitzinssenkung an die Wirtschaft weitergegeben werden soll. Darüber hinaus nahm der neue Schatzkanzler Abstand von der Zielvorgabe, bis 2019-2020 einen Haushaltsüberschuss zu erreichen, und bekundete die Bereitschaft der Regierung, die Fiskalpolitik bei Bedarf neu auszurichten.

Für die nähere Zukunft wird allgemein mit einer konjunkturellen Abschwächung gerechnet.

Die Prognosen zum Wachstum des realen BIP wurden seit dem Referendum erheblich nach unten korrigiert (siehe Tabelle). Die aktuellen Projektionen gehen nunmehr davon aus, dass sich die Wirtschaftstätigkeit deutlich verlangsamen und das Wachstum des realen BIP im Jahr 2017 nur noch bei 0,8 % bis 1,1 % liegen wird. Die erhöhte Unsicherheit dürfte die Investitionstätigkeit auch künftig dämpfen. Außerdem wird die jüngste starke Abwertung des Pfund Sterling (siehe Abbildung C) nach und nach die Realeinkommen schmälern und dadurch den privaten Verbrauch bremsen, zugleich jedoch die Nettoausfuhren stützen. Mit Blick auf die längerfristige Entwicklung wird allgemein erwartet, dass das Produktionswachstum schwächer ausfällt als vor dem Referendum erwartet. Dies ist teilweise dem Übergang zu einer weniger offenen Volkswirtschaft (in Bezug auf Handel, Wanderungsbewegungen und ausländische Direktinvestitionen) geschuldet, der sich negativ auf Innovationen, Wettbewerb, Spezialisierung, Allokationseffizienz und somit auch auf Produktivität und Produktionspotenzial auswirken wird.

Prognosen zum Wachstum des realen BIP im Vereinigten Königreich

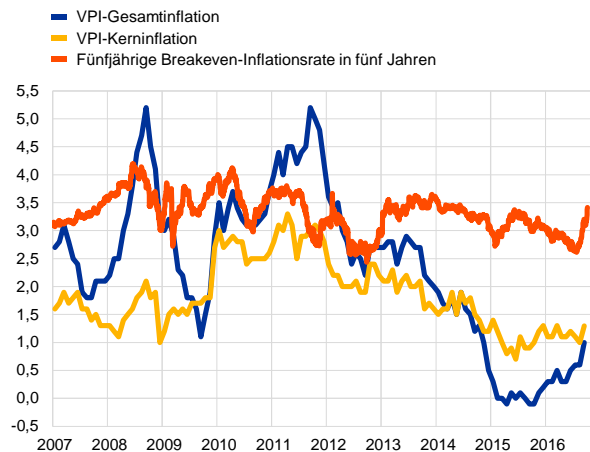
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Klammern: Veränderung gegenüber den letzten Prognosen vor dem Referendum in Prozentpunkten)

	2016	2017	2018	Jüngste Prognose	Vor dem Referendum
Bank of England	2,0 (=)	0,8 (-1,5)	1,8 (-0,5)	August 2016	Juni 2016
Internationaler Währungsfonds	1,8 (-0,1)	1,1 (-1,2)	1,7 (-0,6)	Oktober 2016	April 2016
Europäische Kommission	1,6 (-0,2)	1,1 (-0,8)	n. v.	Juli 2016	Mai 2016

Quellen: Bank of England, Internationaler Währungsfonds und Europäische Kommission.

Abbildung D Inflationentwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und nationales Statistikamt des Vereinigten Königreichs.

Die Inflation im Vereinigten Königreich ist gegenwärtig niedrig, dürfte in nächster Zeit jedoch anziehen. Im September erhöhte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise auf 1 %, lag jedoch noch immer unter der von der Bank of England gesetzten Zielvorgabe von 2 % (siehe Abbildung D). Allerdings haben sich die Indikatoren, die auf kommenden Preisdruck hinweisen – z. B. der Indikator für Faktorpreise des Einkaufsmanagerindex (EMI) –, in den letzten Monaten parallel zu den Importpreisen erhöht. Der sich abzeichnende Preisdruck ergibt sich dabei in erster Linie aus der starken Abwertung des Pfund Sterling in den vergangenen Monaten. Auch die marktbasieren Inflationserwartungen sind leicht gestiegen.

Die aktuellen Daten deuten insgesamt darauf hin, dass die Volkswirtschaft des Eurogebiets

widerstandsfähig ist und sich die Auswirkungen des Referendums bislang in Grenzen halten. Die Indikatoren der politischen Unsicherheit im Euroraum sind in den letzten Monaten gesunken, und sowohl der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) der Europäischen Kommission als auch der EMI haben im September und Oktober nach einem Rückgang im August wieder zugelegt.

Mit Blick auf die Zukunft sind negative mittelfristige Übertragungseffekte auf das Eurogebiet nicht auszuschließen. Die Gesamtwirkungen werden maßgeblich von der künftigen Entwicklung des Handels zwischen dem Euroraum und dem Vereinigten Königreich sowie von etwaigen Ansteckungseffekten auf Drittländer abhängen.² Auch wegen der unterschiedlichen Gewichtung des Pfund Sterling in den effektiven Wechselkursen der einzelnen Euro-Länder und der Heterogenität ihrer Handelsbeziehungen zum Vereinigten Königreich könnte sich das Brexit-Votum jedoch in den einzelnen Volkswirtschaften des Euroraums unterschiedlich stark auswirken. Zugleich könnte die Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet womöglich Auftrieb erhalten, beispielsweise durch die mögliche Verlagerung von Finanzdienstleistungen aus dem Vereinigten Königreich oder auch durch den verstärkten Zufluss von – ursprünglich für das Vereinigte Königreich bestimmten – ausländischen Direktinvestitionen in den Euroraum.

² Siehe auch EZB, Auswirkungen des Brexit-Votums auf die Konjunkturaussichten im Euroraum, Kasten 1, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2016.

2 Die TARGET-Salden und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten

Seit Einführung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)

werden bei den TARGET-Salden wieder Zunahmen verzeichnet (siehe Abbildung A).³ Bei den TARGET-Salden handelt es sich um die Forderungen bzw. Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken des Euroraums (NZBen) gegenüber der EZB, die sich aus in Zentralbankgeld abgewickelten grenzüberschreitenden Zahlungen ergeben.⁴ Der TARGET-Saldo einer NZB kann positiv (Forderungsposition) oder negativ (Verbindlichkeitsposition) sein. Geht im Bankensektor eines Landes eine grenzüberschreitende Zahlung in Zentralbankgeld ein, nehmen seine Forderungen zu bzw. seine Verbindlichkeiten ab; bei grenzüberschreitenden Abflüssen kommt es zum gegenläufigen Effekt. Der Gesamtsaldo von TARGET, also die Summe aller positiven Salden,⁵ verändert sich nur dann, wenn Zentralbankgeld zwischen einem Land mit positivem und einem Land mit negativem Saldo verschoben wird.⁶ Die Einführung des APP hatte eine Zunahme der grenzüberschreitenden Zahlungen der ankaufenden Zentralbanken und damit auch einen erneut ansteigenden Gesamtsaldo von TARGET zur Folge.

Abbildung A
Gesamtsaldo von TARGET

(in Mrd €, Monatsendwerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Beim Gesamtsaldo von TARGET handelt es sich um die Summe aller positiven TARGET-Salden. Die senkrechte rote bzw. gelbe Linie markiert den Beginn der im Rahmen des APP bzw. des PSPP getätigten Ankäufe.

³ TARGET steht für transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system). Im Mai 2008 wurde das ursprüngliche TARGET-System vollständig durch TARGET2 als das im Besitz des Eurosystems befindliche und von ihm betriebene Echtzeit-Bruttosystem ersetzt. Der besseren Lesbarkeit halber wird hier jedoch zur Bezeichnung der kumulierten Zentralbanksalden weiterhin der Begriff „TARGET-Salden“ und für das TARGET2-System der Begriff „TARGET“ verwendet.

⁴ Siehe hierzu EZB, Veröffentlichung von TARGET-Salden, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

⁵ Diese ist genauso groß wie die Summe aller negativen Salden. Die Aufaddierung aller Forderungen und Verbindlichkeiten ergibt insgesamt null, da allen Verbindlichkeiten entsprechende Forderungen anderer Teilnehmer im TARGET-System gegenüberstehen.

⁶ Der Gesamtsaldo von TARGET erhöht sich, wenn Zentralbankgeld von einem Land mit TARGET-Verbindlichkeiten in ein Land mit TARGET-Forderungen fließt, und er sinkt, wenn das Geld in umgekehrter Richtung transferiert wird. Dagegen verändern Zahlungsströme zwischen zwei Ländern mit TARGET-Forderungen (oder zwischen zwei Ländern mit TARGET-Verbindlichkeiten) zwar die Zusammensetzung, nicht aber die Höhe des TARGET-Gesamtsaldos.

Aufgrund der integrierten Finanzmärkte des Eurogebiets sind grenzüberschreitende Transaktionen im Rahmen des APP gängige Praxis und führen zu veränderten TARGET-Salden. Wertpapiertransaktionen im Zuge des APP sind nicht an nationale Grenzen gebunden; Zentralbanken erwerben Wertpapiere bei einer Vielzahl von Geschäftspartnern im gesamten Euro-Währungsgebiet und darüber hinaus. Beim Wertpapierankauf nimmt die Zentralbank zum Abwicklungszeitpunkt eine Zahlung an die veräußernde Partei in Zentralbankgeld vor und erhält im Gegenzug das Wertpapier.⁷ Im Falle einer grenzüberschreitenden Transaktion⁸ wirkt sich der Liquiditätsstrom auf die TARGET-Salden der Sender- und der Empfänger-NZB aus, sodass sich dadurch der TARGET-Gesamtsaldo ändern kann. Folglich bestimmt der Ort der TARGET-Konten, die von den Geschäftspartnern des APP für den Empfang von Zahlungen aus Wertpapiergeschäften verwendet werden, welche Effekte der Wertpapierankauf unmittelbar danach auf die TARGET-Salden zeitigt.⁹

Werden Wertpapiere durch Geschäftspartner veräußert, die in einem anderen Land als die ankaufende Notenbank ansässig sind, können die TARGET-Salden unmittelbar beeinflusst werden. Geschäftspartner aus einem Land, dessen NZB an TARGET teilnimmt, verwenden hierzu ihr dortiges NZB-Konto,¹⁰ wohingegen Geschäftspartner, die anderswo angesiedelt sind, das Konto einer Korrespondenzbank mit TARGET-Zugang nutzen können.¹¹ Banken mit Sitz außerhalb des Euroraums wickeln Zahlungen in TARGET tendenziell über Zweigstellen oder Korrespondenzbanken in Ländern mit TARGET-Forderungen, wie etwa Deutschland oder die Niederlande, ab.¹² Erwirbt eine NZB Wertpapiere von einem ausländischen Geschäftspartner, führt dieser Ankauf – unabhängig davon, ob dieser Geschäftspartner in einem anderen Land des Eurogebiets oder außerhalb

⁷ Der veräußernde Geschäftspartner ist nicht zwangsläufig der rechtliche Eigentümer des Wertpapiers. Geschäftspartner können auch als Intermediäre auftreten, die im Auftrag des Eigentümers Wertpapiere halten und Transaktionen abwickeln.

⁸ Hierbei handelt es sich definitionsgemäß um eine Transaktion, bei der der Zahlungsbetrag dem Konto des Verkäufers gutgeschrieben wird, das er bei einer Zentralbank unterhält, die nicht die ankaufende Notenbank ist.

⁹ Die Abwicklung kann über das vom veräußernden Geschäftspartner verwendete TARGET-Konto oder das TARGET-Konto einer Depotbank bzw. eines Zentralverwahrers erfolgen. Die Analyse in diesem Kasten basiert auf der Annahme, dass die sich aus den Ankäufen im Rahmen des APP ergebende Liquidität dem TARGET-Konto des Geschäftspartners gutgeschrieben wird. Hierbei handelt es sich um eine vereinfachende Hypothese, um die direkt aus den Ankäufen resultierende Liquiditätsverteilung zu simulieren.

¹⁰ Hierzu zählen im Euroraum ansässige Zweigstellen von Bankengruppen, deren Hauptsitz sich außerhalb des Euro-Währungsgebiets befindet. Außerdem nehmen mit Bulgarien, Dänemark, Kroatien, Polen und Rumänien derzeit fünf nicht dem Euroraum angehörende Länder an TARGET teil.

¹¹ Banken mit Zweigstellen, die sich zwar außerhalb des Euro-Währungsgebiets, aber im Europäischen Wirtschaftsraum befinden, können ebenfalls als direkte Teilnehmer an TARGET ein Konto bei einer NZB des Eurosystems unterhalten.

¹² Eine eingehendere Erörterung zu gebietsfremden Banken mit Konten bei NZBen des Eurosystems findet sich in: Deutsche Bundesbank, Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht März 2016. Über welches Land Banken aus Ländern außerhalb des Euroraums an TARGET teilnehmen, ergibt sich in der Regel aus historisch gewachsenen Beziehungen zu Zweigstellen oder Korrespondenzbanken im Eurogebiet. Seit der Errichtung des TARGET2-Zahlungssystems 2007/2008 haben sich diesbezüglich kaum Veränderungen ergeben.

des Euroraums ansässig ist – in der Regel also zu einer grenzüberschreitenden Übertragung von Zentralbankgeld.¹³

Bei der weitaus überwiegenden Mehrheit der APP-Ankäufe sind Geschäftspartner involviert, die in einem anderen Land als die erwerbende Zentralbank ansässig sind. Dem Volumen nach sind an rund 80 % aller im Rahmen des APP durchgeführten Käufe ausländische Geschäftspartner beteiligt;¹⁴ wobei die Verkäufer bei etwa 50 % der Geschäfte ihren Sitz außerhalb des Euroraums haben. Dadurch ist es zu erheblichen grenzüberschreitenden Zahlungsströmen in Zentralbankgeld gekommen, die sich in den nationalen TARGET-Salden niederschlagen und zu strukturellen Zuflüssen von Zentralbankgeld in Länder führen, in denen eine große Zahl ausländischer Geschäftspartner vertreten ist (wie etwa Deutschland).

Die Datenanalyse auf der Basis individueller APP-Transaktionen lässt darauf schließen, dass der Aufwärtstrend bei den TARGET-Salden großenteils auf die grenzüberschreitenden Liquiditätsströme aus der Abwicklung von APP-Ankäufen zurückzuführen ist. Abbildung B zeigt die Entwicklung des Gesamtsaldos von TARGET seit dem Beginn des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) im März 2015, durch das die zugeführte Liquidität im Rahmen des APP erheblich gestiegen ist. Darüber hinaus enthält die Abbildung einen modellierten Saldo, der veranschaulicht, wie sich der TARGET-Gesamtsaldo entwickelt hätte, wenn die einzigen grenzüberschreitenden Zahlungen innerhalb des Systems die aus den APP-Ankäufen resultierenden Liquiditätsströme der Zentralbanken an die TARGET-Konten der Geschäftspartner gewesen wären. Der Gesamtsaldo von TARGET hat sich analog zum modellierten Saldo erhöht. Zwar können nachgelagerte APP-bedingte Liquiditätsströme die TARGET-Salden weiter beeinflussen, doch liefern die sich unmittelbar aus dem APP ergebenden Liquiditätsströme bisher einen guten Näherungswert für die Auswirkungen dieses Programms auf den Gesamtsaldo von TARGET. Auf die nachgelagerten Zahlungsströme wird in diesem Kasten nicht eingegangen.

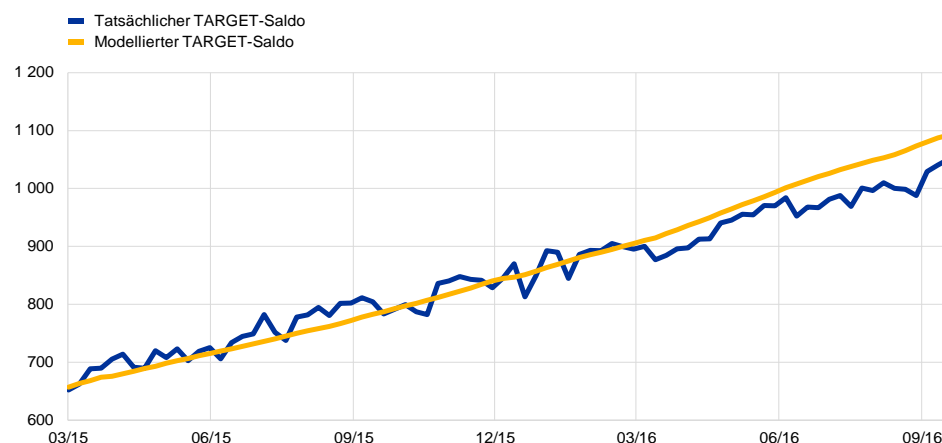
¹³ Auch die EZB erwirbt im Rahmen des APP Wertpapiere; dies wird als Zahlungsstrom von der EZB an die NZB des Landes verbucht, aus dem der Verkäufer kommt. Hierdurch haben sich die TARGET-Verbindlichkeiten der EZB seit Einführung des APP erhöht.

¹⁴ In diesem Zusammenhang bezieht sich „ausländisch“ auf Geschäftspartner, die in einem anderen Land als die erwerbende NZB – einschließlich anderer Euro-Länder – ansässig sind.

Abbildung B

Gesamtsaldo von TARGET seit Einführung des PSPP und modellierter Saldo

(in Mrd € wöchentliche Daten)



Quellen: EZB, TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der modellierte TARGET-Saldo wird anhand von APP-Transaktionsdaten und Standortinformationen über die TARGET-Konten der APP-Geschäftspartner berechnet. Der modellierte Saldo veranschaulicht, wie sich der TARGET-Gesamtsaldo seit März 2015 entwickelt hätte, wenn die einzigen grenzüberschreitenden Zahlungen innerhalb des Systems die aus APP-Ankäufen resultierenden Liquiditätsströme der Zentralbanken an die TARGET-Konten der Geschäftspartner gewesen wären.

Im Gegensatz zu vorangegangenen Zeiträumen steigender TARGET-Salden sind die veränderten TARGET-Salden im unmittelbaren Gefolge der APP-Ankäufe eine direkte Konsequenz aus der Umsetzung der geldpolitischen Beschlüsse und kein Symptom erneuter Finanzmarktspannungen.

Die TARGET-Salden nahmen von Mitte 2007 bis Ende 2008 und abermals von Mitte 2011 bis Mitte 2012 zu. Ursächlich für den Anstieg in diesen beiden Perioden waren Marktspannungen und eine Fragmentierung der Märkte infolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise.¹⁵ Da die Banken keinen Zugang zur marktbasierter Finanzierung mehr hatten, ersetzten sie private Refinanzierungsmittel durch Zentralbankliquidität, welche sie von ihren NZBen über Repogeschäfte erhielten.¹⁶ Diese Repogeschäfte wirkten sich zwar nicht unmittelbar auf die TARGET-Salden aus, denn sie wurden im Inland abgewickelt.¹⁷ Zu Buche schlug jedoch die nachfolgende Umverteilung der Liquidität, die durch den Stress und die Fragmentierung an den Märkten beeinflusst wurde. Es lag daher eine indirekte Beziehung zwischen den geldpolitischen Entscheidungen und den TARGET-Salden vor. Durch das APP ist jedoch eine direkte Beziehung entstanden, da die Zentralbanken grenzüberschreitende Zahlungen tätigen, um im Rahmen des Programms angekaufte Wertpapiere zu bezahlen. Der daraus entstandene Aufwärtstrend der TARGET-Salden spiegelt somit vor allem die Abwicklung dieser grenzüberschreitenden Transaktionen durch die Notenbanken wider und ist folglich kein Anzeichen für neuerliche Spannungen an den Finanzmärkten.

¹⁵ Weitere Informationen zur Entwicklung der TARGET-Salden und zur Umsetzung der Geldpolitik in den verschiedenen Phasen der Finanzkrise sind dem Redebeitrag von Peter Praet beim Dinner der BNY Mellon am 15. September 2016 anlässlich des 20. Jahrestags der belgischen Niederlassung in Brüssel zu entnehmen.

¹⁶ Siehe hierzu auch EZB, TARGET-Salden und geldpolitische Geschäfte, Monatsbericht Mai 2013.

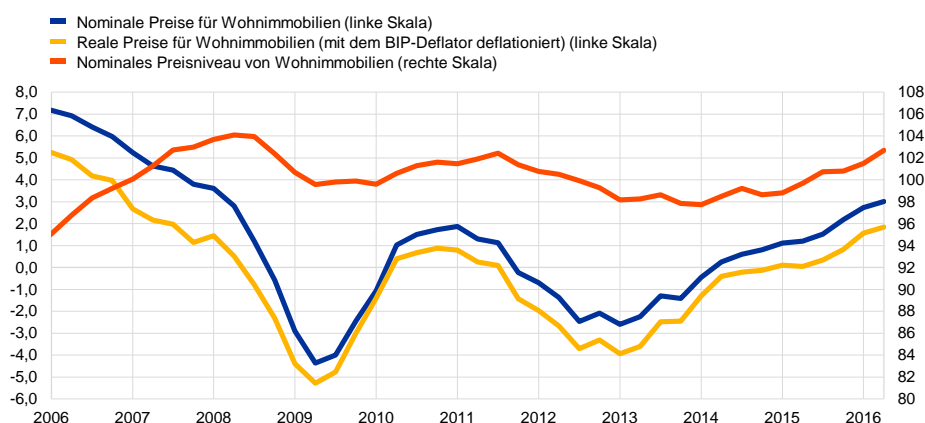
¹⁷ Werden Reserven über Repogeschäfte zugeführt, verbucht die NZB einen Anstieg der Verbindlichkeiten auf den Girokonten der Geschäftsbanken und eine Forderung in Form eines Kreditgeschäfts.

Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet

Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise im Euroraum hat sich in der ersten Jahreshälfte 2016 fortgesetzt. Dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien zufolge belief sich die Jahreswachstumsrate der Preise für Wohneigentum im Eurogebiet im zweiten Quartal 2016 auf 3,0 % nach 2,7 % im vorangegangenen Jahresviertel und 2,2 % im Schlussquartal 2015.¹⁸ Dies deutet auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung hin, die Anfang 2014 eingesetzt hatte, nachdem der Hauspreisindex auf einen Tiefstand gefallen war (siehe Abbildung A). Inzwischen haben die Jahresänderungsraten wieder den längerfristigen Durchschnittsstand erreicht.¹⁹ In realer Rechnung – d. h. nach Bereinigung der Immobilienpreise mit dem BIP-Deflator als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation – liegt der jährliche Anstieg der Wohnimmobilienpreise sogar über dem längerfristigen Mittelwert.

Abbildung A
Nominale und reale Preise für Wohnimmobilien im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



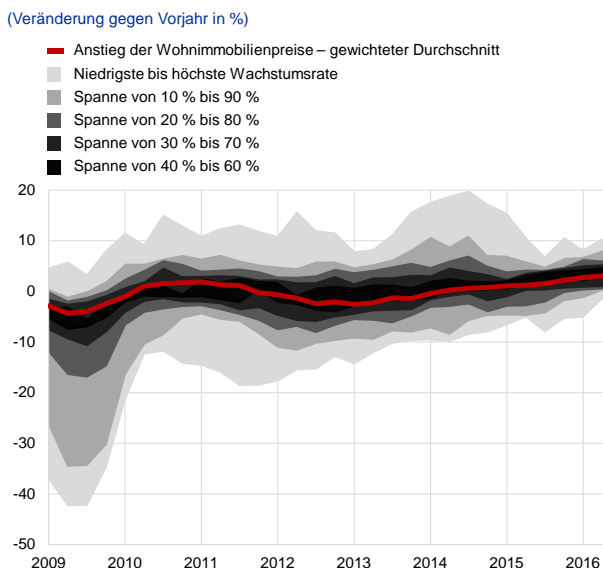
Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nationaler Statistiken.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016.

¹⁸ Dem im Oktober von Eurostat veröffentlichten Hauspreisindex (HPI) zufolge sind die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet im zweiten Vierteljahr 2016 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal um 2,9 % gestiegen; somit hat sich das Wachstum verglichen mit 3,1 % im ersten Jahresviertel etwas verlangsamt. Der von Eurostat berechnete HPI entspricht zwar weitgehend dem Indikator der EZB, bezieht sich bei einigen Euro-Ländern jedoch auf andere Messgrößen als der EZB-Indikator.

¹⁹ Der Durchschnittswert wird für den Zeitraum seit 1999 ermittelt.

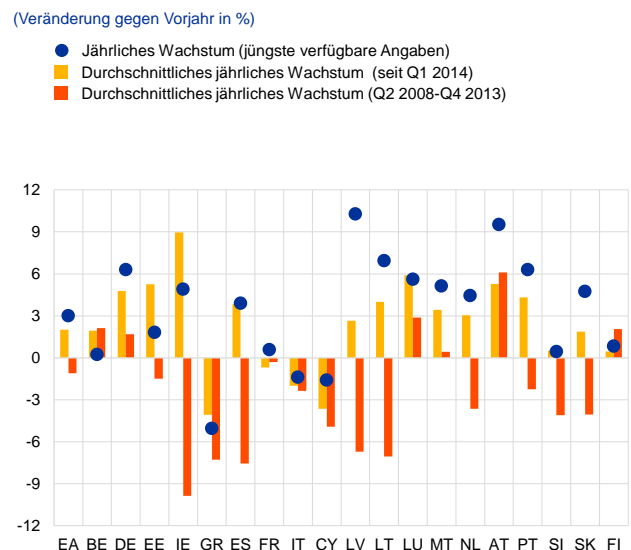
Die Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet entwickeln sich in den einzelnen Ländern zwar nach wie vor unterschiedlich, doch nehmen diese Unterschiede ab. Die Streuung scheint sich im Laufe der Zeit verringert zu haben, was darauf zurückzuführen ist, dass die Effekte der nach Ausbruch der Finanzkrise von 2007/2008 an den Wohnimmobilienmärkten einiger Länder erfolgten Anpassungen und Korrekturen nachlassen. In der abnehmenden Divergenz spiegelt sich nicht nur die gesunkene Zahl der Länder mit extrem hohen oder extrem niedrigen Wachstumsraten wider, sondern auch die Tatsache, dass sich das Zentrum der Verteilung der Änderungsraten von Wohnimmobilienpreisen verdichtet hat (siehe Abbildung B). Gleichwohl haben sich die Wohnimmobilien in den einzelnen Staaten mit unterschiedlichen Änderungsraten verteuert. Lässt man die kürzerfristige Volatilität der Preise für Wohnimmobilien außer Acht, so zählen Deutschland, Estland, Irland, Luxemburg, Österreich und Portugal zu den Ländern, deren durchschnittliche Zwölfmonatsraten der nominalen Wohnimmobilienpreise seit Anfang 2014 am oberen Ende des Spektrums liegen (siehe Abbildung C). Unterstützt wird der Aufwärtstrend derzeit insgesamt durch das starke Immobilienpreiswachstum sowohl in den Ländern, in denen die Finanzkrise nicht zu einem Zusammenbruch des Wohnungsmarkts führte (z. B. Deutschland und Österreich), als auch in jenen Ländern, in denen dies der Fall war, die aber inzwischen Korrekturen durchlaufen haben, welche eine Erholung begünstigen (z. B. Irland, Spanien, Lettland und Litauen). In Griechenland, Italien und Zypern liegen die durchschnittlichen Wachstumsraten jedoch auch nach 2014 weiterhin im negativen Bereich.

Abbildung B
Streuung der Wachstumsraten der Wohnimmobilienpreise im Euroraum im Zeitverlauf



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nationaler Statistiken.
Anmerkung: Die schattierten Bereiche geben die Bandbreite der Wachstumsraten der Immobilienpreise nach Ländern innerhalb eines Wachstumsdezils an. Die Dezile basieren auf den im jeweiligen Quartal verzeichneten Änderungsraten der Hauspreise. Die jüngsten Angaben beziehen sich für alle Länder auf das zweite Quartal 2016; davon ausgenommen sind Griechenland, Zypern und Litauen, bei denen die Angaben für das erste Vierteljahr 2016 zugrunde gelegt werden.

Abbildung C
Wachstumsraten der Wohnimmobilienpreise in den Ländern des Euroraums



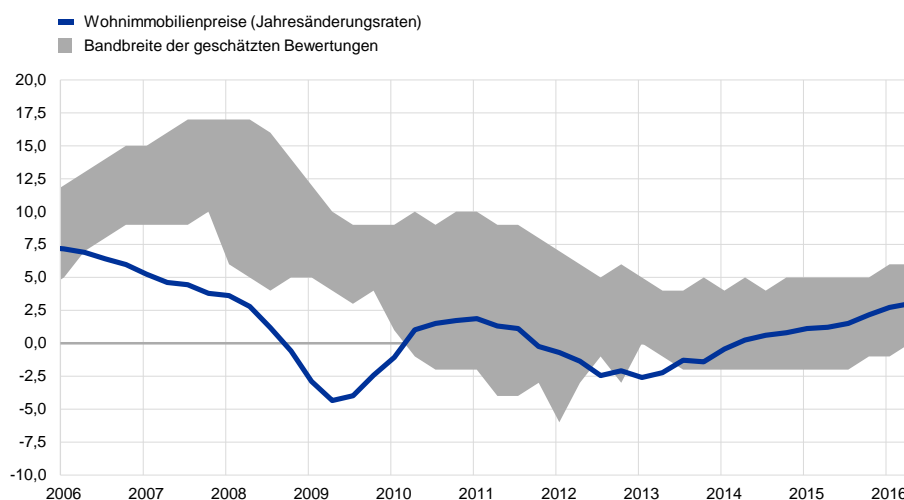
Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nationaler Statistiken.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich für alle Länder auf das zweite Quartal 2016; davon ausgenommen sind Griechenland, Zypern und Litauen, bei denen die Angaben für das erste Vierteljahr 2016 zugrunde gelegt werden. Die Daten für den Euroraum sind unter Verwendung der BIP-Gewichte aggregiert.

Die aktuelle Erholung hält seit gut zwei Jahren an und befindet sich damit noch in einem verhältnismäßig frühen Stadium. Historischen Daten zufolge dauern größere Aufschwungsphasen im Durchschnitt etwa neun Jahre.²⁰

Aufwärtsbewegungen im Immobilienpreiszyklus wurden oftmals dadurch beendet, dass sich aus der Expansion ein regelrechter Boom mit unhaltbaren Bewertungen entwickelte. Die Bewertungsmessgrößen für die aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets deuten darauf hin, dass die Preise derzeit weitgehend mit den Fundamentaldaten in Einklang stehen und es keine Anzeichen für Überbewertungen gibt, wie sie im Jahr 2007, also am Ende des vorangegangenen größeren Aufschwungs, auftraten (siehe Abbildung D).²¹ Diese aggregierte Betrachtung schließt jedoch nicht aus, dass es auf nationaler oder regionaler Ebene zu Überbewertungen und daraus resultierenden Anfälligkeiten kommt, insbesondere wenn die Dynamik der Wohnimmobilienpreise mit einem starken Wachstum der Hypothekarkredite und einem hohen Verschuldungsgrad einhergeht. Angesichts des aktuellen Niedrigzinsumfelds und der damit verbundenen anhaltenden Suche nach Rendite sollten derartige Anfälligkeiten aufmerksam beobachtet werden.²²

Abbildung D
Geschätzte Bewertungen von Wohnimmobilienpreisen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Bandbreite der prozentualen Abweichungen der Bewertungen über unterschiedliche Schätzungen)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nationaler Statistiken.

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf vier verschiedenen Bewertungsansätzen: dem Preis-Miet-Verhältnis, dem Preis-Einkommen-Verhältnis, einem Asset-Pricing-Ansatz und einem inversen Nachfragemodell.

²⁰ Diese Berechnung erfolgt mithilfe eines Standardverfahrens zur Ermittlung von Höchst- und Tiefständen der realen Wohnimmobilienpreise. Dabei wird der BBQ-Algorithmus von D. Harding und A. Pagan, *Dissecting the cycle: a methodological investigation*, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 49, Ausgabe 2, 2002, S. 365-381 angewandt. Siehe auch EZB, *Aktueller Stand des Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

²¹ Geschätzte Bewertungen sind oftmals mit erheblicher Unsicherheit behaftet und können je nach Ansatz stark variieren. Siehe hierzu auch EZB, *Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals*, Financial Stability Review, Kasten 3, Juni 2011 und EZB, *A model-based valuation metric for residential property markets*, Financial Stability Review, Kasten 3, November 2015.

²² Siehe auch EZB, *Financial Stability Review*, Mai 2016.

Aufsätze

1 Transmission von Wechselkursänderungen auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet

Die Teuerung im Euroraum wird unter anderem von der Wechselkursentwicklung beeinflusst. Die Wechselkurse können sich sowohl direkt (über den Preis importierter Konsumgüter) als auch indirekt (über den Preis der für die inländische Produktion im Eurogebiet eingeführten Vorleistungsgüter) auswirken. Empirischen Studien zufolge wirkt die Wechselkursentwicklung stärker und unmittelbarer auf die Importpreise durch als auf die Endverbraucherpreise. Zudem variieren diese Wechselkurseffekte je nach Produktkategorie in Umfang und Geschwindigkeit. In welchem Maße sie sich auf die Teuerung auswirken, richtet sich nach dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld, den Bestimmungsfaktoren der unternehmerischen Preissetzung und den die Wechselkursbewegungen auslösenden Schocks. Es wurde festgestellt, dass Wechselkursänderungen im Eurogebiet und in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit der Zeit in geringerem Umfang übertragen werden. Maßgeblich für diesen Rückgang können verschiedene Faktoren sein, unter anderem das von niedriger Inflation geprägte Umfeld, das in vielen Volkswirtschaften in den letzten zwei Jahrzehnten vorherrscht, sowie eine veränderte Zusammensetzung der Importe.

Einleitung

Mit Wechselkurstransmission wird allgemein das Maß bezeichnet, in dem Wechselkursveränderungen an die Importpreise und schließlich an die Endverbraucherpreise weitergegeben werden. Aus geldpolitischer Sicht ist es nötig zu verstehen, welchen Einfluss Wechselkurse auf gesamtwirtschaftliche Ergebnisse nehmen. So muss zur Überwachung und Prognose der binnenwirtschaftlichen Preisentwicklung beurteilt werden, inwieweit Wechselkursschwankungen auf die Import- oder Inlandspreise durchwirken.

Wechselkursveränderungen werden über eine Reihe direkter und indirekter Kanäle auf die nach dem HVPI gemessene Teuerung übertragen. Durch ihren Einfluss auf die Einfuhrpreise von Konsumgütern schlagen sie sich direkt auf die Verbraucherpreise nieder. Bei einer Währungsabwertung steigen die Preise der importierten Konsumgüter (Transmission auf der ersten Stufe) und die HVPI-Gesamtinflation nimmt zu. Schaubild 1 gibt einen Überblick über die direkten und indirekten Effekte eines Rückgangs des nominalen effektiven Wechselkurses (NEWK) des Euro. Der direkte Kanal ist durch den mit „1“ gekennzeichneten Pfeil dargestellt; dieser verbindet die Importpreise direkt mit den Verbraucherpreisen und steht in Abhängigkeit zu den Preisentscheidungen ausländischer Produzenten mit Exporten in das Euro-Währungsgebiet.

Über die Produktionskosten und die realwirtschaftlichen Kanäle ergeben sich indirekte Effekte, die in der Volkswirtschaft mit größerer zeitlicher Verzögerung zum Tragen kommen. Eine Abwertung des Euro führt aufgrund der sich

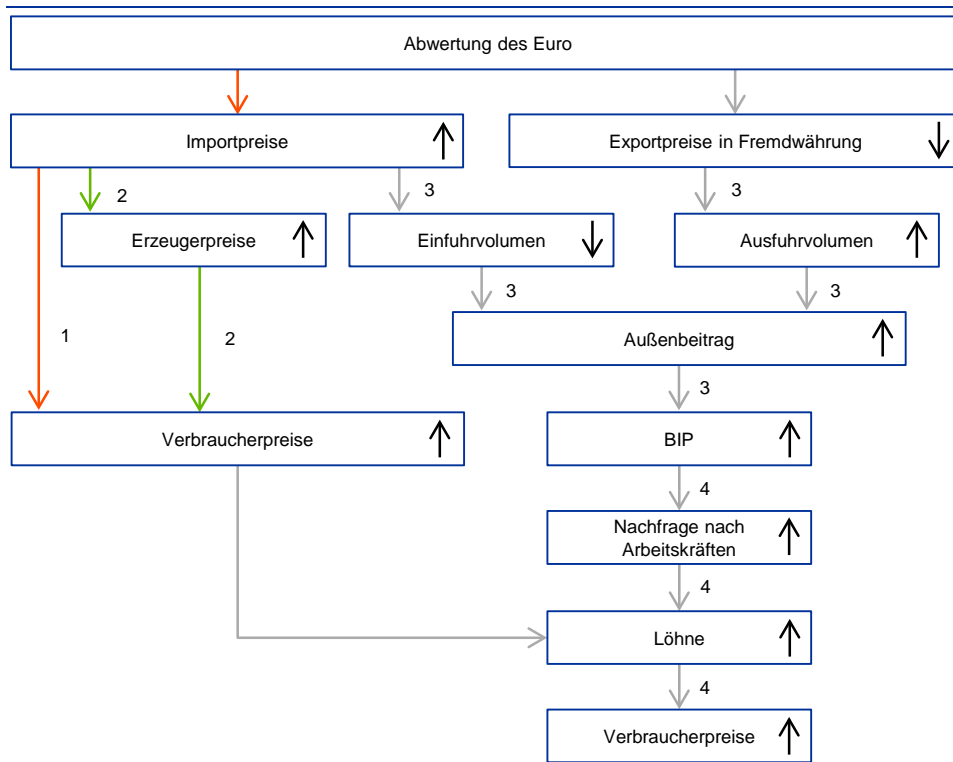
verteuernden importierten Vorleistungen zu höheren Produktionskosten, die über die verschiedenen Stufen der inländischen Erzeugung von Zwischen- und Endprodukten (Transmission auf der zweiten Stufe) letztendlich einen Preisanstieg inländischer Konsumgüter bewirken. Dieser Kanal entspricht im Schaubild den mit „2“ gekennzeichneten Pfeilen, welche die Importpreise mit den Erzeugerpreisen und schließlich mit den Verbraucherpreisen verbinden; er wird unter anderem vom Preissetzungsverhalten der inländischen Unternehmen bestimmt. Diese können den sich aus der Euro-Abwertung ergebenden Kostenanstieg entweder überwälzen, um ihre Gewinnaufschläge und Gewinne konstant zu halten, oder auf Preisadjustierungen verzichten und niedrigere Gewinne in Kauf nehmen, wodurch sich die Übertragung der Wechselkursänderung auf die Endverbraucherpreise verzögert.

Was die realwirtschaftlichen Kanäle betrifft, so führt eine Abwertung der Gemeinschaftswährung zu niedrigeren in Fremdwährung gerechneten Preisen für Ausfuhren aus dem Eurogebiet und zu einer Verteuerung der Importe in Euro. In der Folge kommt es zu einem Anstieg des Außenbeitrags und des BIP-

Wachstums (dargestellt durch die mit „3“ beschrifteten Pfeile). Da ein höheres reales BIP eine Ankurbelung der Nachfrage nach Arbeitskräften und einen Anstieg der Löhne nach sich zieht, ergibt sich ein Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise (dargestellt durch die mit „4“ beschrifteten Pfeile). Diese indirekten Effekte können durch eine erwartete positive Rückkopplung in Form künftig höherer Wachstums- und Inflationsraten verstärkt werden.

Schaubild 1

Schematischer Überblick über die direkten und indirekten Effekte eines Rückgangs des NEWK



Anmerkung: Die die einzelnen Rechtecke verbindenden Pfeile zeigen Kausalität an, während die Pfeile innerhalb der Rechtecke die Bewegungsrichtung der betreffenden Variablen angeben.

Auch die Zusammensetzung des Warenkorbs ist von Bedeutung, um die Wirkung von Wechselkursänderungen auf die HVPI-Inflation zu verstehen. Der HVPI ist ein gewichteter Durchschnitt eines repräsentativen Korbs von Waren und Dienstleistungen, die von privaten Haushalten im Euroraum konsumiert werden. Die in diesem Korb enthaltenen Positionen bilden ein breites Spektrum ab, das von Nahrungsmitteln über Bekleidung bis hin zu Beherbergungsdienstleistungen reicht, und weisen bezüglich ihrer Produktionsstruktur jeweils unterschiedliche Anteile an importierten Vorleistungen auf.¹ Der aggregierte Effekt hängt von der Zusammensetzung des Warenkorbs ab, die sich im Zeitverlauf verändern kann.

Die Übertragung der Wechselkursentwicklung auf die Preise wird auch davon bestimmt, welche Schocks zum jeweiligen Zeitpunkt auf die Wechselkurse und die Inflation einwirken. Unter der Transmission der Wechselkurse wird in der Regel eine Korrelation von Wechselkursänderungen und Inflation verstanden, ohne dass eine bedeutsame volkswirtschaftliche Auslegung erfolgt. Aus wirtschaftlicher Sicht hängt diese Weitergabe jedoch mit der Art des Wechselkurs- bzw. Preisschocks zusammen, da unter anderem hierauf zurückzuführen ist, wie die Unternehmen reagieren und ob sie gegebenenfalls ihre Preise anpassen.

¹ Ein [Überblick](#) über die Produktkategorien des HVPI-Warenkorbs findet sich auf der EZB-Website.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Der zweite Abschnitt befasst sich mit der Reagibilität verschiedener Preise auf Wechselkursveränderungen und zeigt, inwiefern aufeinanderfolgende Auf- und Abwertungen einer Währung für eine hohe Komplexität in der Dynamik der Beziehung zwischen Wechselkursen und Preisen sorgen. Im dritten Abschnitt werden die in der theoretischen Literatur aufgeführten Bestimmungsfaktoren der Wechselkurstransmission erörtert und ihre empirische Relevanz für das Euro-Währungsgebiet betrachtet. Der vierte Abschnitt stellt die in unterschiedlichen Studien ermittelten Schätzungen zur Überwälzung von Wechselkursveränderungen auf die Import- und Verbraucherpreise im Eurogebiet vor; zudem wird beleuchtet, welche Bedeutung fundamentale makroökonomische Schocks für die Beurteilung von Wechselkurseffekten haben. Der letzte Abschnitt enthält die Schlussfolgerungen.

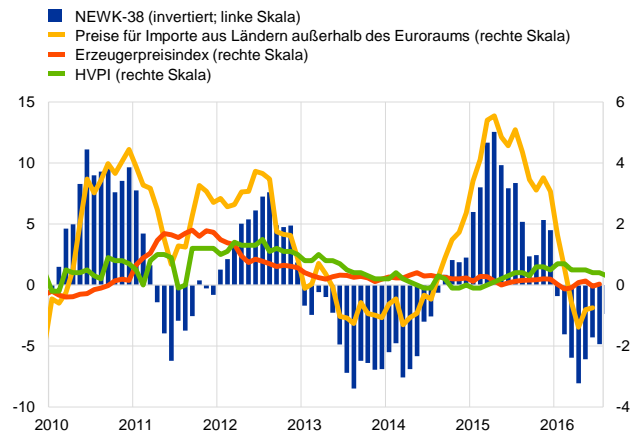
Wechselkursschwankungen und Inflation entlang der Preiskette

Schwankungen des Euro-Wechselkurses gegenüber den Währungen der Handelspartner des Eurogebiets schlagen sich rascher und deutlicher auf die Änderungsraten der Importpreise nieder, als dies bei den Erzeuger- und Verbraucherpreisen der Fall ist. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets (NEWK-38) ist seit dem zweiten Quartal 2014 (dem Beginn der Abwärtsbewegung) um rund 4 % gesunken. Diese Veränderung, hinter der sich ein anfänglicher Kursrückgang um 10 % (bis Mitte 2015) und eine nachfolgende geringfügige Aufwertung verbergen, sorgte für erheblichen Aufwärtsdruck auf die Preise für importierte Konsumgüter ohne Energie und Nahrungsmittel. Diese Produkte verteuerten sich im genannten Zeitraum um rund 3,5 %, wobei die Preissteigerungsrate seit einigen Jahren eine enge kontemporäre Korrelation mit dem NEWK-38 aufweist (siehe Abbildung 1). Die jüngsten Schwankungen des NEWK-38 führten überdies zu einer gewissen Zunahme der inländischen Teuerung. Die Effekte der Wechselkursentwicklung auf die Inflation dürften noch eine gewisse Zeit lang positiv bleiben, da Wechselkursänderungen erst nach Ablauf von etwa zwei Jahren vollständig durchgewirkt haben (siehe Kasten 1).

Abbildung 1

Preis- und Wechselkursentwicklung im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zu den Preisen importierter Konsumgüter ohne Energie und Nahrungsmittel beziehen sich auf Juni 2016; die Angaben zum NEWK-38, zu den Erzeugerpreisen und zum HVPI für Industrieerzeugnisse ohne Energie beziehen sich auf Juli 2016.

Die hohe Korrelation zwischen den Wechselkurschwankungen des Euro und dem Preisaufrieb bei Importen ist auf die direkten Effekte der Wechselkursentwicklung zurückzuführen, während der schwächer ausgeprägte Zusammenhang bei den Erzeugerpreisen und dem HVPI die zeitlich verzögerten indirekten Wirkungen sowie dämpfende Effekte entlang der Preiskette widerspiegelt. Auf Wechselkursveränderungen dürften die Erzeugerpreise stärker und schneller reagieren als die Verbraucherpreise. Ein Wechselkursrückgang wird sich unmittelbar auf die Importpreise, und zwar für Vorleistungsgüter wie auch für Endprodukte, auswirken. Die Verteuerung importierter Endprodukte führt zu einem direkten Aufwärtsdruck auf die HVPI-Inflation (dies wird durch den mit „1“ gekennzeichneten Pfeil im Schaubild 1 dargestellt).² Allerdings ist der Anteil der Importgüter, den Produzenten im Euroraum als Vorleistungen einsetzen, größer als jener, der direkt von

den Konsumenten verbraucht wird. Auf der Erzeugerebene werden die importierten Vorleistungen mit im Euroraum produzierten Vorleistungen kombiniert, um weitere heimische Zwischen- und Fertigerzeugnisse herzustellen (veranschaulicht durch die mit „2“ beschrifteten Pfeile). Zudem enthält der Endpreis der von den Produzenten verkauften Güter einen Gewinnaufschlag. Verglichen mit dem bei den Erzeugerpreisen zu beobachtenden Effekt schlägt sich dieser über die binnenwirtschaftliche Erzeugerebene wirkende indirekte Effekt auf den HVPI erst später nieder. Darüber hinaus wird die inländische Teuerung nicht nur von Wechselkursänderungen, sondern auch von anderen Faktoren – etwa dem Grad der Unterauslastung einer Volkswirtschaft – bestimmt.

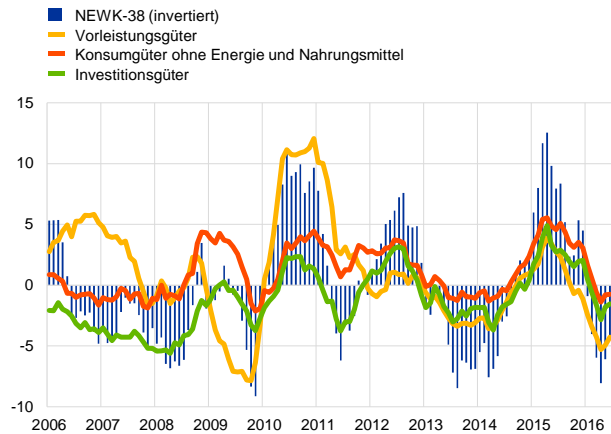
Bei Betrachtung der einfachen Korrelation zeigt sich, dass die Einfuhrpreise tendenziell schwankungsanfälliger sind und stärker mit der Wechselkursentwicklung korrelieren als die Erzeugerpreise (siehe Abbildung 2 und 3). Die Korrelation zwischen der jährlichen Änderungsrate des NEWK-38 und jener der Importpreise ist in allen Produktkategorien recht hoch und schwankte in den letzten zehn Jahren zwischen 0,6 und 0,8. Unter den binnenwirtschaftlichen Erzeugerpreisindizes weist der betreffende Index der Vorleistungsgüter die höchste Korrelation zum Wechselkurs auf, während die Indizes der Investitions- und der Konsumgüter weniger eng mit der Wechselkursentwicklung in Zusammenhang stehen. Im Zeitraum 1997-2006 lag die Korrelation zwischen der jährlichen Änderungsrate des NEWK-38 und jener der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter bei 0,21, während sie bei Konsum- und Investitionsgütern nahezu null betrug.

² Dieser direkte Effekt ist gering, da die importierten Güter, die von den Konsumenten direkt verbraucht werden, nur etwa 15 % im HVPI-Gesamtindex ausmachen (5 % entfallen auf Industrieerzeugnisse ohne Energie und knapp 10 % auf Energieprodukte).

Abbildung 2

Nach Güterkategorien aufgeschlüsselte Preise für Importe aus Ländern außerhalb des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

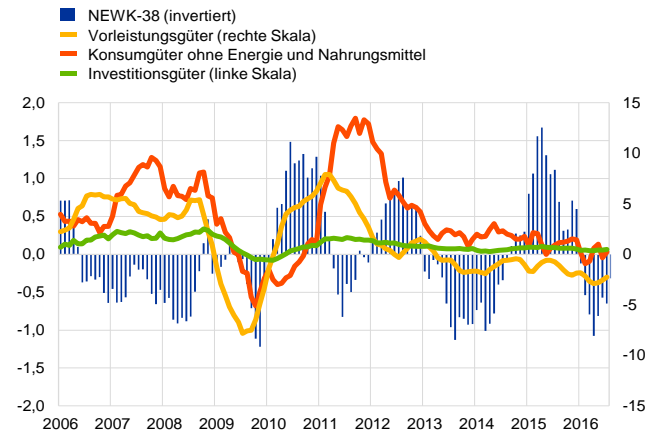


Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2016.

Abbildung 3

Nach Güterkategorien aufgeschlüsselte inländische Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2016.

In der empirischen Literatur wurde gezeigt, dass der beobachtete

Zusammenhang zwischen Wechselkurs- und Erzeugerpreisentwicklung von sektoralen und produktspezifischen Merkmalen abhängt.

Vorleistungsgüter weisen im Vergleich zu Investitionsgütern eine tendenziell stärkere Homogenität sowie eine höhere Nachfrageelastizität und einen größeren Anteil importierter Vorleistungen auf. Homogene Produkte lassen sich im Falle einer relativen Verteuerung leicht durch andere ersetzen; der damit einhergehende höhere Wettbewerbsgrad führt dazu, dass ihr Preis marktübergreifend in der Regel einheitlich ist. Folglich treten die direkten Effekte von Wechselkursänderungen eher bei den in Euro gerechneten Preisen von Vorleistungsgütern zutage. Bei den Investitionsgütern dürfte der von den Wechselkursen ausgehende Druck auf die Erzeugerpreise zu vernachlässigen sein, da sich die Kosten dieser Güter nicht unmittelbar in den von Unternehmen festgelegten Preisen widerspiegeln, sondern über mehrere Perioden abgeschrieben werden. Was den Erzeugerpreisindex für Konsumgüter betrifft, so lässt sich schließlich zeigen, dass Wechselkursveränderungen in einem Umfang weitergegeben werden, der zwischen dem für Vorleistungsgüter und Investitionsgüter liegenden Maß einzustufen ist. Die Märkte für Konsumgüter sind tendenziell weniger wettbewerbsintensiv als jene der Vorleistungsgüter, da Konsumgüter (z. B. wegen des Stellenwerts von Marken) weniger homogen sind. Zudem kann die Wechselkurstransmission in den einzelnen Teilkategorien der Konsumgüter aufgrund ihrer jeweils spezifischen Anteile an importierten Vorleistungen unterschiedlich stark ausgeprägt sein. In der Kategorie Schmuck und Uhren beispielsweise ist der Anteil der in die Produktion eingehenden importierten Vorleistungsgüter (z. B. Gold) höher als bei Zeitungen, wo die binnenwirtschaftlichen Herstellungskosten eine größere Rolle spielen. In der

erstgenannten Kategorie kommt es somit zu einer stärkeren Weitergabe der Wechselkursentwicklung als bei Zeitungen.³

Die großen zeitlichen Verzögerungen bei der über die Preiskette erfolgenden Übertragung von Wechselkursänderungen auf die nach dem HVPI gemessene Inflation legen nahe, dass sich der zu einem bestimmten Zeitpunkt feststellbare Nettoeffekt aus einem Zusammenspiel mehrerer verzögerter Einzeleffekte zurückliegender Wechselkursänderungen ergibt. So verbirgt sich hinter der zuletzt beobachteten Wirkung der Wechselkursentwicklung auf die Teuerung eine Kombination aus inflationsverstärkenden Effekten, die mit der deutlichen Abwertung des Euro in den Jahren 2014 und 2015 zusammenhängen, und inflationsdämpfenden Effekten, die auf die jüngste Aufwertung der Gemeinschaftswährung zurückzuführen sind (siehe Kasten 1). Angesichts der dynamischen Überlagerungseffekte früherer und gegenwärtiger Wechselkursveränderungen gestaltet sich die Quantifizierung des Durchwirkens der Wechselkurse auf die HVPI-Inflation schwierig.

Kasten 1

Überlagerungseffekte von Veränderungen des EUR/USD-Wechselkurses im Zeitraum von 2010 bis 2016 und Auswirkungen auf die HVPI-Inflation

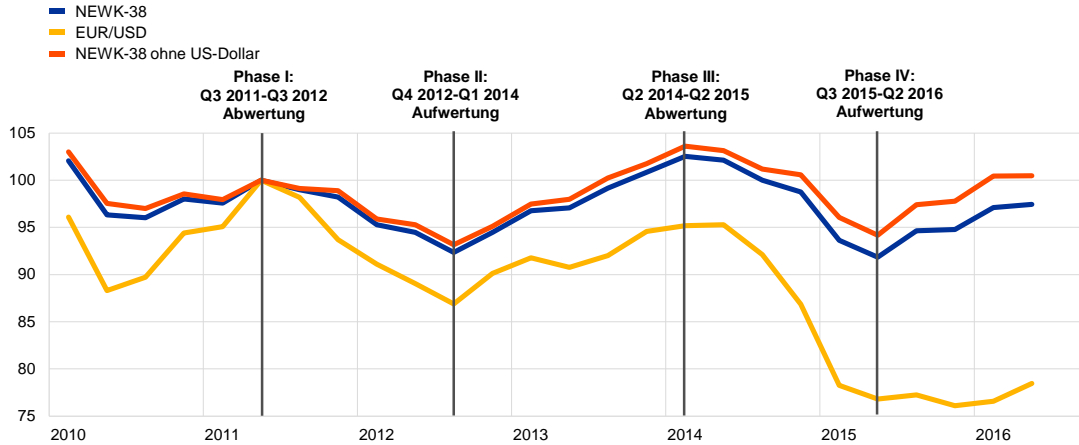
Aufgrund der verzögerten Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die Preise führen volatile Wechselkurse zu einer Überlagerung zeitlich verzögerter aufwärts- und abwärtsgerichteter Einflüsse. Im vorliegenden Kasten wird – basierend auf der Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses der letzten sechs Jahre – eine rein rechnerische Schätzung dieser Überlagerungseffekte auf die Inflation vorgestellt. Bei Betrachtung der vierteljährlichen Durchschnittswerte des NEWK des Euro seit 2011 lassen sich vier eindeutige Phasen eines Anstiegs bzw. Rückgangs ausmachen, die in erster Linie durch den US-Dollar bedingt waren (siehe Abbildung A). Im Vergleich zu anderen Währungspaaren ist der EUR/USD-Wechselkurs für die Inflation des Eurogebiets besonders relevant, da die Rohstoffpreise auf US-Dollar lauten. Starke Schwankungen des EUR/USD-Wechselkurses wirken sich somit über den Import von Energie und anderen Rohstoffen direkt auf die Gesamtinflation aus. Der vorliegende Kasten befasst sich daher mit den sich überlagernden Auswirkungen aufeinanderfolgender Auf- und Abwertungsphasen des Euro gegenüber dem US-Dollar.

³ Zu näheren Einzelheiten siehe den Abschnitt „Bestimmungsfaktoren der Wechselkurstransmission“.

Abbildung A

NEWK-38 und Veränderungen des EUR/USD-Wechselkurses

(Index: Q2 2011 = 100)



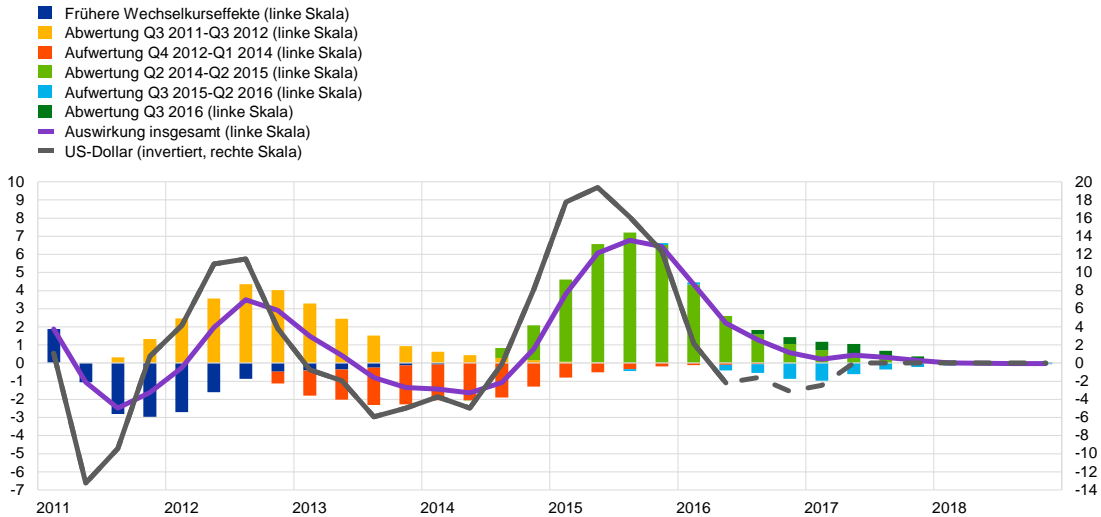
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Von Mitte 2011 bis zum dritten Quartal 2012 verlor der Euro in Relation zum US-Dollar rund 13 % und gegenüber den Währungen von 38 Handelspartnern in nominaler effektiver Rechnung (NEWK-38) etwa 7,6 % an Wert. Danach (von Ende 2012 bis zum ersten Jahresviertel 2014) wertete die Gemeinschaftswährung um 9,5 % gegenüber dem US-Dollar (NEWK-38: 11 %) auf. Nachdem der Euro in der Zeit vom zweiten Quartal 2014 bis Mitte 2015 seinen Höchststand erreicht hatte, gab er in Relation zur US-Währung um 19 % (NEWK-38: -10,4 %) nach. Dieser Wertverlust wurde von Mitte 2015 bis Mitte 2016 zum Teil wieder wettgemacht, als die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar wieder um rund 2 % zulegte und in effektiver Rechnung mit 6 % sogar noch stärker aufwertete. Somit war der EUR/USD-Wechselkurs, dessen Gewicht innerhalb des NEWK-38 rund 12 % beträgt, fast ausschließlich für das bis dato im dritten Quartal 2016 verzeichnete niedrigere Niveau des NEWK-38 im Vergleich zum fünf Jahre zuvor beobachteten Wert verantwortlich.

Abbildung B

Weitergabe des USD-Wechselkurses an die Importpreise

(in Prozentpunkten)



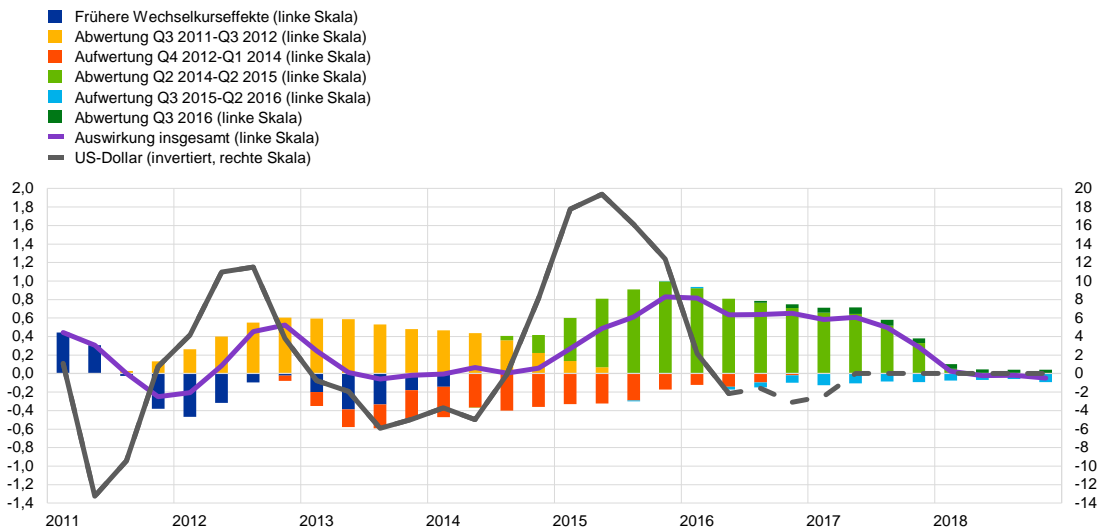
Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf einer aktualisierten Version des im Working Paper Nr. 243 der EZB beschriebenen Modells. Die jüngsten Angaben zum US-Dollar für das dritte Quartal 2016 beziehen sich auf den 28. August. Es wird angenommen, dass der USD-Wechselkurs bis 2018 das Niveau des dritten Jahresviertels 2016 halten wird.

Abbildung C

Weitergabe des USD-Wechselkurses an die HVPI-Inflation

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

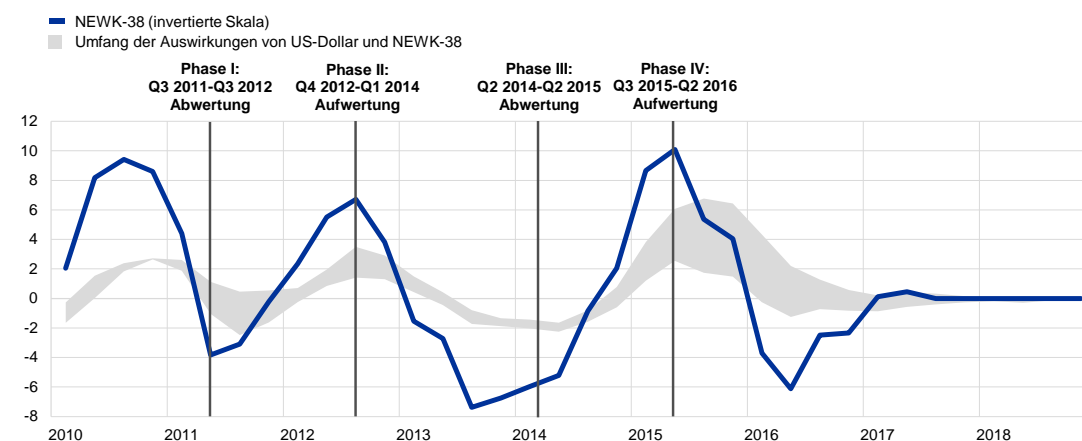
Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf einer aktualisierten Version des im Working Paper Nr. 243 der EZB beschriebenen Modells. Die jüngsten Angaben zum US-Dollar für das dritte Quartal 2016 beziehen sich auf den 28. August. Es wird angenommen, dass der USD-Wechselkurs bis 2018 das Niveau des dritten Jahresviertels 2016 halten wird.

Die miteinander verbundenen Effekte der aufeinanderfolgenden Veränderungen des EUR/USD-Wechselkurses können auf Grundlage der Ergebnisse des modifizierten Modells bei Hahn⁴ geschätzt werden, indem der NEWK durch den EUR/USD-Wechselkurs ersetzt wird. Die Teuerung nach dem HVPI wird weiterhin durch den seit 2014 beobachteten erheblichen Wertverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar positiv beeinflusst. Gemäß dieser rein rechnerischen Betrachtung erreichte der Beitrag des EUR/USD-Wechselkurses zur Gesamtinflation im Schlussquartal 2012 einen ersten Höchststand von 0,5 Prozentpunkten, der das Ergebnis der ersten, oben erwähnten Abwertungsphase war. Die daran anschließende Aufwertungsphase führte zu einem insgesamt neutralen Einfluss in den Jahren 2013 und 2014, der 2015 und 2016 durch die Auswirkungen des zwischen dem zweiten Halbjahr 2014 und dem ersten Halbjahr 2015 verzeichneten Wertverlusts von 19 % kompensiert wurde. Die verzögerte Wirkung dieser Abwertungsphase dürfte die Inflation auch im Jahr 2017 positiv beeinflussen. Angesichts der abklingenden Effekte der vergangenen Kursverluste sollte der EUR/USD-Wechselkurs – sofern er das bislang für das dritte Quartal 2016 verzeichnete Niveau hält – den Preisanstieg dann Anfang 2018 nicht mehr unterstützen.

Abbildung D

Weitergabe des Wechselkurses an die Importpreise des Euroraums

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

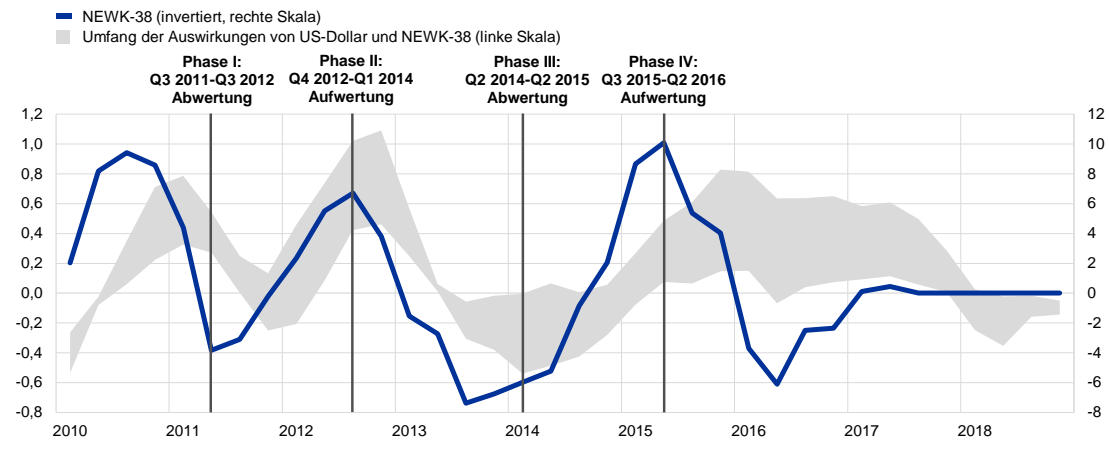
Welche Auswirkungen Wechselkursbewegungen letztendlich auf die Importpreise und die HVPI-Inflation haben, hängt sowohl vom Wechselkursindex als auch vom angewandten Modell ab. Wie aus Abbildung D und E hervorgeht, schwanken die Schätzungen zur Wechselkursübertragung auf die Einfuhrpreise und die Teuerung im Eurogebiet je nach Modell erheblich, sodass die Abgabe einer konkreten Schätzung mit einem gewissen Maß an Unsicherheit verbunden ist.

⁴ Siehe E. Hahn, Pass-through of external shocks to euro area inflation, Working Paper Series der EZB, Nr. 243, Juli 2003.

Abbildung E

Weitergabe des Wechselkurses an den HVPI des Euroraums

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Bestimmungsfaktoren der Wechselkurstransmission

Es gibt zahlreiche Gründe, weshalb Wechselkursänderungen nur unvollständig, d. h. unterproportional, an die Importpreise und – sogar in noch geringerem Maße – an die Verbraucherpreise weitergegeben werden. Einige dieser Gründe beziehen sich auf die mikroökonomische Struktur und das Verhalten der Unternehmen, andere wiederum auf das allgemeine gesamtwirtschaftliche Umfeld. Die Entscheidungen von Exportunternehmen bezüglich der Preisgestaltung der in das Eurogebiet exportierten Produkte hängen von strukturellen Bedingungen wie der Fakturierungswährung, der Wettbewerbsintensität an den Märkten im Euroraum und den mit Preisänderungen einhergehenden Kosten ab. Zu den gesamtwirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren zählen der Offenheitsgrad der Volkswirtschaft, die Importstruktur und die erwartete Dauer einer Wechselkursveränderung. Einige Ursachen für die unvollständige Übertragung der Wechselkursentwicklung sind auf der Importpreisebene zu verorten, während andere im Verhalten der Unternehmen auf den nachgelagerten Stufen der Preiskette zu suchen sind.

Auf der Ebene der Einfuhrpreise wird die Wechselkurstransmission vom Wettbewerbsgrad in den verschiedenen Branchen bestimmt. Nach einer Abwertung des Euro kommt es bei ausländischen Produkten automatisch zu einer relativen Verteuerung in Euro. In diesem Fall erfolgt die Preissetzung in der Herstellerwährung und geht mit einer vollständigen Übertragung der Wechselkursveränderung auf die in Euro gerechneten Importpreise einher. In einem wettbewerbsintensiven Markt mit einer vergleichsweise hohen Anzahl an in- und ausländischen Herstellern verlieren ausländische Unternehmen tendenziell Marktanteile im Euroraum, wenn der Euro abwertet; um ihren Marktanteil zu sichern, müssen sie ihre in Euro gerechneten Preise so stabil wie möglich halten und demzufolge niedrigere Margen in Kauf nehmen. Dies kann sogar so weit gehen,

dass die Firmen in der jeweiligen Landeswährung fakturieren, sodass es zu keinerlei Übertragung auf die Einfuhrpreise im Eurogebiet kommt. In einem wettbewerbsarmen Markt können in den Euroraum exportierende Unternehmen ihre auf Euro lautenden Preise einfacher anpassen, ohne dabei Marktanteile zu verlieren. In der Tat konnte in der theoretischen Literatur gezeigt werden, dass das Maß, in dem Exporteure durch Anpassung ihrer Gewinnaufschläge in der Lage sind, auf Wechselkursveränderungen zu reagieren, von zwei Faktoren abhängt, nämlich a) ihrer Preissetzungsmacht, die wiederum dadurch bestimmt wird, wie leicht sich die Produkte der betreffenden Unternehmen durch andere ähnliche Produkte ersetzen lassen, und b) dem Konzentrationsgrad des Marktes, d. h. der Anzahl von in derselben Branche tätigen Firmen.⁵ Folglich ist die Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die in Euro gerechneten Einfuhrpreise umso geringer, je höher die Substituierbarkeit einheimischer und importierter Produkte ist und je mehr Produzenten den Markt des Euroraums bedienen. Ferner können die Preisentscheidungen der in das Eurogebiet exportierenden Unternehmen in Wechselbeziehung zu den Vertriebsmargen stehen, die von im Euroraum ansässigen Vertriebsunternehmen entlang der Wertschöpfungskette festgelegt werden. Wenn lokale Vertriebsunternehmen die Wechselkursschwankungen über ihre eigenen Margen auffangen, wird die Wechselkursentwicklung weniger stark auf die Verbraucherpreise als auf die Einfuhrpreise durchschlagen, und zwar unabhängig von der Wechselkursreagibilität der Preise für Importe in das Euro-Währungsgebiet.⁶

Die empirische Forschung für das Euro-Währungsgebiet hat bestätigt, dass auf Branchenebene verschiedene Einflussfaktoren auf die Preise einwirken.

Die Unterschiede bei der Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die Preise lassen sich mithilfe der Importstruktur erklären (siehe Kasten 2). Osbat und Wagner⁷ beobachten breite Schwankungsbereiche für die Übertragung von Wechselkursänderungen auf das verarbeitende Gewerbe, die sich mit sektorspezifischen Kennzahlen wie der Importdurchdringung und der Konzentration von Unternehmen erklären lassen. Campa und Goldberg⁸ können für eine Reihe von Ländern des Euroraums und für die Vereinigten Staaten zeigen, dass die Transmission der Wechselkursentwicklung auf die Importpreise im Energiebereich stärker und im verarbeitenden Gewerbe geringer ausgeprägt ist. Des Weiteren kommen Campa et al.⁹ zu dem Ergebnis, dass die Exportunternehmen im Bereich der gewerblichen Erzeugnisse in höherem Maße eine Preisdifferenzierung nach Markt vornehmen als

⁵ Siehe R. Dornbusch, Exchange rates and prices, in: The American Economic Review, Bd. 77, Nr. 1, März 1987, S. 93-106.

⁶ Siehe A. T. Burstein und G. Gopinath, International prices and exchange rates, Working Paper Series des NBER, Nr. 18829, Februar 2013; A. T. Burstein, J. C. Neves und S. Rebelo, Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 50, Ausgabe 6, September 2003, S. 1189-1214; J. M. Campa und L. S. Goldberg, Distribution margins, imported inputs, and the sensitivity of the CPI to exchange rates, Working Paper Series des NBER, Nr. 12121, März 2006.

⁷ Siehe C. Osbat und M. Wagner, Sectoral exchange rate pass-through in the euro area, EZB, 2006.

⁸ Siehe J. M. Campa und L. S. Goldberg, Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?, in: T. Ito und A. K. Rose (Hrsg.), International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy, University of Chicago Press, Chicago, 2008, S. 139-176.

⁹ Siehe J. M. Campa, L. S. Goldberg und J. M. González Mínguez, Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area, Working Paper Series des NBER, Nr. 11632, September 2005.

im Rohstoffsektor. Ähnlich stellt Hahn¹⁰ für die Teilsektoren der Industrie (ohne Baugewerbe) fest, dass Wechselkursänderungen am stärksten auf die Preise der Strom-, Gas- und Wasserversorger sowie des Energiesektors durchwirken. Die geringste Weitergabe wird für die Preise von Investitionsgütern festgestellt. Ursächlich hierfür sind – wie im vorangegangenen Abschnitt erwähnt – die Produktmerkmale: Energieprodukte weisen eine höhere Homogenität auf, die zu einem wettbewerbsintensiveren Markt führt, und ihre Preisbildung erfolgt am Weltmarkt. Investitionsgüter hingegen sind weniger homogen und in geringerem Maße substituierbar, woraus sich ein schwächerer Wettbewerb ergibt; die Preisbildung findet somit eher auf lokalen Märkten statt.

Ausmaß und Geschwindigkeit der Wechselkurstransmission richten sich auch nach der Fakturierungswährung der importierten Waren und Dienstleistungen, die von einer Vielzahl struktureller Faktoren abhängen kann. Ausländische Hersteller, die in das Eurogebiet exportieren, können ihre Produkte zu einem für alle Kunden einheitlichen Preis verkaufen, den sie in ihrer Landeswährung berechnen. In diesem Szenario werden Wechselkursveränderungen direkt und vollständig an die Importpreise des Euroraums weitergeben. Legen die ausländischen Unternehmen stattdessen für jeden Exportmarkt einen anderen Preis fest, schlagen sich Wechselkurseffekte womöglich nicht zur Gänze auf die in Euro gerechneten Importpreise nieder. Ob Importe in der Währung des Herstellerlandes oder der jeweiligen Landeswährung fakturiert werden, hängt in erster Linie vom lokalen Wettbewerbsumfeld ab.¹¹ Auch strategische Komplementärfaktoren spielen hierbei eine Rolle, denn Exportunternehmen stellen ihre Rechnungen tendenziell in der Währung des für ihre Branche bedeutendsten Landes oder in der von wichtigen Konkurrenten verwendeten Währung.¹² Die Preise eher homogener Waren werden indes in US-Dollar berechnet.¹³

Die Bedeutung des Euro als Fakturierungswährung hat im 21. Jahrhundert zugenommen. Durch die Einführung der Gemeinschaftswährung hat sich der Anteil der in Euro fakturierten Einfuhren in das Eurogebiet erhöht; folglich haben die dorthin exportierenden ausländischen Hersteller häufiger Geschäfte in Euro (Landeswährung) mit Importeuren des Euroraums abgewickelt. Zu erwarten wäre eine geringere Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die inländischen Preise des

¹⁰ Siehe E. Hahn, The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 796, August 2007.

¹¹ Siehe P. Bacchetta und E. van Wincoop, A theory of the currency denomination of international trade, in: Journal of International Economics, Bd. 67, Ausgabe 2, Dezember 2005, S. 295-319. Die Autoren betrachten vor allem die Bedeutung der Preiselastizität der Nachfrage.

¹² Siehe L. S. Goldberg und C. Tille, Vehicle currency use in international trade, in: Journal of International Economics, Bd. 76, Ausgabe 2, Dezember 2008, S. 177-192; L. S. Goldberg und C. Tille, Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing, Working Paper Series des NBER, Nr. 15470, November 2009; P. Bacchetta und E. van Wincoop, a. a. O.; G. Gopinath, O. Itskhoki und R. Rigobon, Currency choice and exchange rate pass-through, in: American Economic Review, Bd. 100, Nr. 1, März 2010, S. 304-336; M. B. Devereux, C. Engel und P. E. Storgaard, Endogenous exchange rate pass-through when nominal prices are set in advance, in: Journal of International Economics, Bd. 63, Ausgabe 2, Juli 2004, S. 263-291.

¹³ Siehe L. S. Goldberg und C. Tille, Vehicle currency use in international trade, a. a. O.

Eurogebiets.¹⁴ Tatsächlich lag der Anteil der in Euro abgewickelten Warenimporte aus Ländern außerhalb des Euroraums im Jahr 2013 bei 52 % verglichen mit 49 % im Jahr 2006. Bei den Dienstleistungsimporten belaufen sich die entsprechenden Anteile auf 62 % bzw. 54 %.¹⁵ Die in Kasten 2 dargestellten Ergebnisse rechtfertigen den Schluss, dass Mitgliedstaaten mit einem höheren Anteil an in Euro fakturierten Importen aus Ländern außerhalb des Eurogebiets eine weniger starke Transmission von Wechselkursänderungen verzeichnen.

Entscheidend für die Übertragung von Wechselkursveränderungen auf die Importpreise ist zudem der Grad, in dem sich Firmen gegen Währungsschwankungen absichern. Die Absicherung gegen Wechselkursveränderungen kann auf zwei Arten erfolgen: Zum einen ergibt sich durch den höheren Integrationsgrad der Unternehmen in die globalen Wertschöpfungsketten und den zunehmenden Verbrauch importierter Vorleistungsgüter aus unterschiedlichen Herkunftsländern¹⁶ ein natürlicher Schutz; zum anderen werden von den Firmen spezielle Finanzstrategien eingesetzt. Größere Unternehmen, die von Absicherungsmöglichkeiten Gebrauch machen können, dürften ihre Rechnungen tendenziell eher in der Währung des Importeurs stellen und somit die Wechselkursveränderung nur in geringerem Maße weitergeben.¹⁷

¹⁴ Belege für diese Hypothese finden sich bei J. M. Campa, L. S. Goldberg und J. M. González Mínguez, a. a. O. Allerdings können hierbei auch entgegengerichtete Kräfte wirken: Seit 1970 hat sich der am BIP gemessene Importanteil des Eurogebiets deutlich erhöht, was – aufgrund des gestiegenen Verbrauchs von Importgütern – im Zeitablauf zu einer verstärkten Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die Preise hätte führen können.

¹⁵ Siehe EZB, The international role of the euro, Juli 2014.

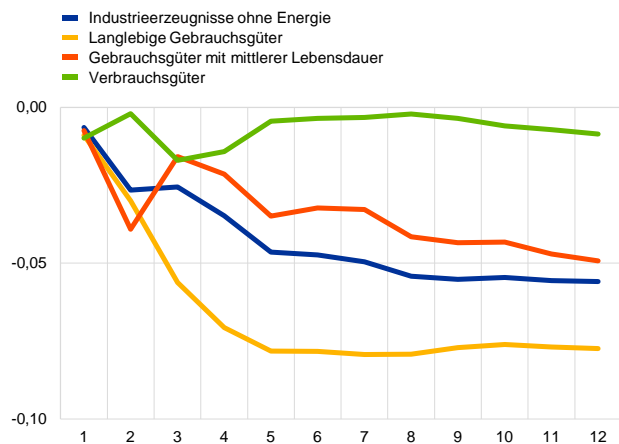
¹⁶ Siehe F. di Mauro und M. Ronchi, Assessing European competitiveness: the contribution of CompNet research, EZB, Juni 2015.

¹⁷ Siehe J. Martin und I. Méjean, Invoicing currency, firm size, and hedging, Working Paper des CEPPII, Nr. 2012-28, Oktober 2012.

Abbildung 4

Auswirkung eines Anstiegs des NEWK um 1 % auf den Preisindex für Industrierzeugnisse ohne Energie und die einzelnen Teilkomponenten

(Abweichung gegenüber dem Basisszenario; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf einer geänderten Version des VAR-Modells von Hahn (siehe Fußnote 4).

Was die letzte Stufe der Preiskette – also die Verbraucherpreise – betrifft, so ist die Weitergabe der Wechselkursentwicklung bei den langlebigen Gebrauchsgütern in der Regel höher als bei den Verbrauchsgütern.

Die Übertragung von Wechselkursänderungen auf die Preise von Industrierzeugnissen ohne Energie erfolgt größtenteils über die diesbezüglichen Preise für langlebige Gebrauchsgüter (siehe Abbildung 4).¹⁸ Bei einem Anstieg des NEWK um 1 % sinkt die Teuerungsrate langlebiger industrieller Gebrauchsgüter ohne Energie Schätzungen zufolge um etwa 0,08 Prozentpunkte. Die Wechselkursveränderung wird dabei relativ schnell weitergegeben; der vollständige Effekt dürfte sich nach etwa einem Jahr manifestiert haben. Die Preise von Industrierzeugnissen ohne Energie mit mittlerer Lebensdauer sind ebenfalls betroffen, allerdings sind hier lediglich kurzfristige Effekte von Bedeutung. Die geschätzte Veränderung in Prozentpunkten ist bei den Preisen von Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer geringer

als bei den langlebigen Industrierzeugnissen ohne Energie, wobei Wechselkursveränderungen über einen länger anhaltenden Zeitraum durchwirken. Bei einem Anstieg des NEWK um 1 % gehen die Preise von Industrierzeugnissen ohne Energie mit mittlerer Lebensdauer den Schätzungen zufolge um 0,05 Prozentpunkte zurück, und der Effekt kommt erst nach etwa drei Jahren vollständig zum Tragen. Die Preise für Verbrauchsgüter scheinen dagegen fast gar nicht auf einen Wechselkursschock zu reagieren (Veränderung von etwa 0,01 Prozentpunkten). Bei den Preisen für Industrierzeugnisse ohne Energie mit mittlerer Lebensdauer ist lediglich in der kurzen Frist eine signifikante Übertragung der Wechselkursentwicklung festzustellen, während der Effekt bei den Verbrauchsgütern nicht relevant ist.

Allgemeinere gesamtwirtschaftliche Faktoren wie der Offenheitsgrad beeinflussen die Übertragung von Wechselkursschwankungen auf die Verbraucherpreise.

Je höher der Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft oder eines Sektors ist, desto stärker werden Wechselkursveränderungen an die Preise weitergegeben. Aus dem Ausland importierte Vorleistungen müssen mit inländischen Vorleistungen kombiniert werden, um für den inländischen Verbrauch bestimmte Endprodukte herzustellen. Ist der Anteil der importierten Vorleistungen oder Endprodukte bezogen auf die heimisch erzeugten Waren höher, so verstärkt sich der Effekt von Wechselkursschwankungen auf die inländischen Preise; zudem kommt es in offenen Volkswirtschaften in der Tendenz zu einer stärker ausgeprägten und rascheren Übertragung. Dies kann auch durch Belege untermauert werden, wonach

¹⁸ Bei dem hier verwendeten Vektorautoregressionsmodell (VAR-Modell) handelt es sich um eine angepasste und reduzierte Variante des VAR-Modells der Preiskette, das von E. Hahn, Pass-through of external shocks to euro area inflation, a. a. O., verwendet wurde. Das Modell wird jedoch für verschiedene thematisch relevante Preisvariablen (Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie insgesamt sowie für die einzelnen Teilkomponenten) geschätzt, wobei Quartalsangaben für den Zeitraum 2001-2015 zugrunde gelegt werden.

sich im Eurogebiet aufgrund des dort über alle Branchen hinweg größeren Anteils der importierten Vorleistungen eine stärkere Übertragungswirkung feststellen lässt als in den Vereinigten Staaten.¹⁹ Natürlich ist der Anteil der eingeführten Vorleistungsgüter in den kleineren Volkswirtschaften des Euroraums wie Österreich, Irland und Belgien tendenziell höher als beispielsweise in Frankreich oder anderen größeren Volkswirtschaften. Die Analyse in Kasten 2 zeigt jedoch, dass dem Offenheitsgrad nur eine geringe Bedeutung als Erklärung für die in den einzelnen Euro-Ländern unterschiedlich hohe Transmission von Wechselkursveränderungen zukommt.

Inwieweit die Wechselkursentwicklung auf die Preise durchwirkt, wird schließlich noch von Preisrigiditäten sowie von Wahrnehmungen zur Schockdauer beeinflusst.²⁰ Für Importeure und Exporteure ist es möglicherweise wirtschaftlich nicht sinnvoll, auf kleinere Wechselkursschwankungen mit Preisänderungen zu reagieren, wenn diese mit sogenannten „Menükosten“ verbunden sind. Erachten die Unternehmen den Wechselkursschock als nicht lange anhaltend, werden sie ihre Preise nur zum Teil anpassen. Eine (in der Wahrnehmung der Unternehmen) kürzere Dauer von Wechselkursschocks kann also zu einem weniger starken Durchschlagen auf die Preise führen. Da in vielen Euro-Ländern mittlerweile ein von stabiler Inflation geprägtes Umfeld vorherrscht, hat sich die Dauerhaftigkeit von Preis- und Wechselkursschocks verringert, wodurch auch die Häufigkeit von Preisänderungen und der Grad der Transmission von Wechselkursschwankungen abgenommen haben.²¹ Wie bei der wirtschaftlichen Offenheit deutet die Regressionsanalyse in Kasten 2 jedoch darauf hin, dass die Inflationsrate – sobald eine Vielzahl anderer Faktoren einbezogen wird – nur einen kleinen Teil der Unterschiede erklärt, die in den Ländern des Euroraums hinsichtlich der Übertragungswirkung von Wechselkursveränderungen bestehen.

Kasten 2

Fakturierungswährung und Wechselkurstransmission

Im vorliegenden Kasten wird die Rolle der Fakturierungswährung bei der Wechselkursweitergabe beleuchtet.²² Neuere empirische Studien auf der Mikroebene (d. h. auf Warenebene) zeigen, dass sich je nach gewählter Währung zur Abrechnung von Importgeschäften erhebliche Unterschiede bei der Transmission von Wechselkursbewegungen auf die Einfuhrpreise ergeben und dass die Weitergabe geringer ausfällt, wenn die Fakturierung von Importen zu einem größeren Teil in Landeswährung erfolgt.²³ Um dieses Ergebnis auf die Makroebene zu übertragen, werden hier die zwischen den einzelnen Volkswirtschaften des Euroraums bestehenden Unterschiede hinsichtlich des Umfangs der langfristigen Wechselkurstransmission in Beziehung zur jeweiligen Verwendung des Euro als Fakturierungswährung gesetzt.

¹⁹ Siehe J. M. Campa und L. S. Goldberg, Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?, a. a. O.

²⁰ Siehe A. T. Burstein und G. Gopinath, a. a. O.

²¹ Siehe J. B. Taylor, Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms, in: European Economic Review, Bd. 44, Ausgabe 7, Juni 2000, S. 1389-1408.

²² Dieser Kasten basiert auf dem Sonderbeitrag A in: EZB, The international role of the euro, Juli 2015.

²³ Siehe G. Gopinath, O. Itskhoki und R. Rigobon, a. a. O.

Schätzungen zufolge wirken Wechselkursänderungen in den einzelnen Euro-Ländern in sehr unterschiedlichem Maße durch.²⁴ Die auf einem gängigen log-linearen Regressionsmodell basierenden Schätzungen zur Wechselkurstransmission zeigen, dass eine nominale effektive Aufwertung der Gemeinschaftswährung um 1 % zu einem Rückgang der aggregierten Einfuhrpreise des Eurogebiets um durchschnittlich 0,51 % geführt hat. Dahinter verbergen sich jedoch beträchtliche Unterschiede in den einzelnen Euro-Ländern. So bewegt sich die langfristige Wechselkursweitergabe in einer Spanne von 0,29 % (Österreich) bis 0,75 % (Irland).

Mit den gängigen Bestimmungsfaktoren der Wechselkurstransmission lässt sich nur ein kleiner Teil der gesamten über alle Euro-Länder hinweg beobachteten Varianz der Wechselkursweitergabe erklären.²⁵ Die bisherigen Studien, die versuchen, zwischen den Ländern bestehende Unterschiede hinsichtlich der Transmission zu begründen, konzentrieren sich auf eine Kombination aus makro- und mikroökonomischen strukturellen Bestimmungsgrößen, darunter das Inflationsniveau, der Offenheitsgrad und die Mikrostruktur von Importen.²⁶ Die mithilfe des herkömmlichen Regressionsansatzes ermittelten Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die standardmäßigen makroökonomischen Bestimmungsfaktoren Inflation und Offenheit nur zu rund 4 % für die bezüglich der Wechselkursübertragung festgestellte Heterogenität zwischen den Euro-Ländern verantwortlich sind. Das R-Quadrat erhöht sich auf 24 %, wenn Einfuhren von landwirtschaftlichen Erzeugnissen und Rohstoffen in den Gesamtimporten enthalten sind, was darauf hindeutet, dass die Importstruktur einer Volkswirtschaft eine wichtige Bestimmungsgröße der Transmissionsunterschiede auf Länderebene darstellt.

Die Verwendung des Euro zur Fakturierung von Einfuhren aus Staaten außerhalb des Euroraums schwankt je nach Land sehr stark. Der Frage, inwieweit die Abrechnung in Landeswährung die Wechselkurstransmission bestimmt, wurde in den bislang vorliegenden Studien zu der auf Länderebene bestehenden Heterogenität nur wenig Beachtung geschenkt. Die Tabelle

²⁴ Gemäß der einschlägigen Literatur wird das länderspezifische Ausmaß der langfristigen Wechselkurstransmission für die Euro-Mitgliedstaaten anhand eines gängigen log-linearen Regressionsmodells ermittelt:

$$\Delta p_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^4 \beta_{ij} \Delta e_{t-j} + \sum_{j=0}^4 \gamma_{ij} \Delta \text{Cost}_{t-j} + \delta_{ij} \Delta \text{IP}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Dabei ist Δp die vierteljährliche logarithmierte Veränderung der Importpreisdurchschnittswerte einer Volkswirtschaft i des Euroraums, Δe die vierteljährliche Veränderung der weit gefassten Standardmessgröße des NEWK-38 des Euro, ΔCost eine vierteljährliche effektive Messgröße für die Veränderung der Produktionskosten der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets und ΔIP die vierteljährliche logarithmierte Veränderung der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) einer Volkswirtschaft i des Euroraums. Die der Schätzung zugrunde liegende Stichprobe verfügt über einen vierteljährlichen Erhebungsrhythmus, deckt die Periode vom ersten Quartal 2000 bis zum letzten Jahresviertel 2014 ab und umfasst die 17 Euro-Länder. Darüber hinaus ist es auch möglich, anstelle des Standard-NEWK-38 nominale effektive Wechselkurse zu verwenden, die anhand länderspezifischer Gewichte berechnet werden. In diesem Fall bleiben die Schätzungen qualitativ unverändert, was angesichts der hohen und statistisch signifikanten Korrelation (rund 80 %) der logarithmierten Unterschiede zwischen den standardmäßigen und den länderspezifischen NEWKS nicht überrascht.

²⁵ Wie in der einschlägigen Literatur üblich wird die geschätzte Wechselkursweitergabe β_i zu einer Reihe von Makro- und Mikrovariablen in Relation gesetzt:

$$\beta_i = \alpha + \gamma_1 \text{Openness}_{it} + \gamma_2 \text{HICP}_{it} + \gamma_3 \text{LowTech}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Dabei ist *Openness* die als das Verhältnis der Importe zum BIP gemessene Offenheit einer Volkswirtschaft i des Euroraums und *HICP* der Logarithmus der annualisierten HVPI-Inflation; *LowTech* entspricht dem Verhältnis von landwirtschaftlichen Einfuhren und Importen von Rohstoffen zu den Gesamteinfuhren/-importen und stellt einen Näherungswert für den Grad an Produktdifferenzierung dar. Die der Schätzung zugrunde liegende Stichprobe verfügt über einen jährlichen Erhebungsrhythmus, deckt den Zeitraum von 2000 bis 2013 ab und umfasst die 15 Euro-Länder, für die Daten zur Fakturierungswährung vorliegen.

²⁶ Siehe J. M. Campa und J. M. González Mínguez, Differences in exchange rate pass-through in the euro area, in: European Economic Review, Bd. 50, Ausgabe 1, 2006, S. 121-145.

zeigt den Anteil des Euro als Fakturierungs- bzw. Abrechnungswährung für die Einfuhren von 15 Euro-Ländern aus Staaten außerhalb des Euroraums. Dieser Anteil bewegt sich in einer Spanne von gut 20 % (Griechenland) bis über 70 % (Estland). Diese Schwankungsbreite könnte in erster Linie unterschiedlich hohe prozentuale Anteile der Ausfuhren in Länder des Eurogebiets an den Exporten insgesamt widerspiegeln. Die Volkswirtschaften des Euroraums fakturieren tendenziell einen größeren Anteil ihrer Importe aus Staaten außerhalb des Eurogebiets in Euro, wenn sie vorwiegend in andere Euro-Länder exportieren; hierin spiegelt sich unter anderem das Bedürfnis der Absicherung gegen Fremdwährungsrisiken wider, aber auch das Ziel, die Transaktionskosten zu senken. Da ein Gleichgewicht von Ausgaben und Einnahmen in derselben Währung eine kostengünstige Absicherung gegen Wechselkursrisiken darstellt, dürften Euro-Länder, die sich vornehmlich auf Exporte innerhalb des Eurogebiets konzentrieren und deren Einnahmen somit primär in Euro denominiert sind, Importe aus Staaten außerhalb des Euroraums eher in Euro fakturieren.

Anteil des Euro als Fakturierungs- bzw. Abrechnungswährung bei Importen aus Ländern außerhalb des Euroraums

BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	NL	AT	PT	SI	SK
57 %	57 %	72 %	33 %	23 %	48 %	54 %	46 %	12 %	44 %	37 %	55 %	36 %	59 %	67 %

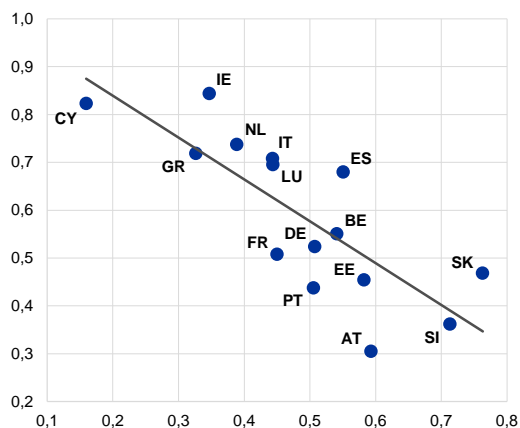
Quelle: EZB, The international role of the euro, Juli 2015.

Anmerkung: Die jüngsten verfügbaren Angaben für Belgien, Deutschland, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande und Österreich beziehen sich auf 2012, für Zypern auf 2010 und für die verbleibenden Länder auf 2013. Malta und Finnland melden keine entsprechenden Daten.

Das geschätzte Ausmaß der Wechselkurstransmission ist eng mit dem relativen Einsatz des Euro als Fakturierungswährung verbunden. In der nachstehenden Abbildung ist diese relative Verwendung der Gemeinschaftswährung zur Abrechnung von Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets im Verhältnis zur geschätzten langfristigen Übertragungswirkung der Wechselkurse dargestellt. Die Ergebnisse zeigen, dass die Mitgliedstaaten, die über einen höheren Anteil an in Euro fakturierten Importen aus Ländern außerhalb des Eurogebiets verfügen, weniger stark von einer Weitergabe der Wechselkursveränderungen auf die Importpreise betroffen sind.

Verhältnis zwischen der geschätzten langfristigen Wechselkurstransmission und dem Anteil der Fakturierung in Landeswährung

(x-Achse: Anteil der Landeswährung; y-Achse: langfristige Wechselkurstransmission)



Quelle: EZB, The international role of the euro, Juli 2015.

Anmerkung: Bei dem auf der x-Achse dargestellten Anteil der Fakturierung in Landeswährung handelt es sich um den Durchschnitt des Stichprobenzeitraums.

Die Anteile der Fakturierung in Euro erklären zum großen Teil die länderspezifischen Unterschiede hinsichtlich der Transmission, auch unter Berücksichtigung der die Wechselkursweitergabe bestimmenden Standardfaktoren.

Um andere die Wahl der Fakturierungswährung beeinflussende Bestimmungsgrößen in Betracht zu ziehen, wird Gleichung (1) (siehe Fußnote 24) modifiziert, indem in der Volkswirtschaft des Eurogebiets der Anteil in Landeswährung abgerechneter Importe aus Staaten außerhalb des Euroraums einbezogen wird. Der Anteil der Fakturierung in Landeswährung korreliert stark mit der langfristigen Wechselkurstransmission und ist von hoher statistischer Signifikanz, sogar unter Berücksichtigung von Standardfaktoren, die die Heterogenität der Wechselkursweitergabe bestimmen. Darüber hinaus steigt das R-Quadrat deutlich an, nämlich um mehr als 30 Prozentpunkte.²⁷

Insgesamt lassen die Ergebnisse auf einen engen Zusammenhang zwischen der Wahl der Fakturierungswährung und der Wechselkurstransmission schließen. Euro-Länder mit einem geringeren Anteil in Euro fakturierter Einfuhren aus Staaten außerhalb des Eurogebiets verzeichnen tendenziell eine deutlich höhere Übertragung von Wechselkursänderungen auf die Importpreise.

Schätzungen zur aggregierten Wechselkurstransmission im Euro-Währungsgebiet

In den vorherigen Abschnitten wurden die Mechanismen, nach denen Wechselkursänderungen auf die Einfuhrpreise und den HVPI durchwirken, sowie die Faktoren beschrieben, die Umfang und Geschwindigkeit dieses Effekts bestimmen. Der vorliegende Abschnitt enthält empirische Belege zu Umfang und Geschwindigkeit der Übertragung von Wechselkursänderungen auf die Einfuhr- und die Verbraucherpreise im Euroraum insgesamt und in den einzelnen Euro-Ländern.

²⁷ Werden länderspezifische NEWKS zur Berechnung von Gleichung (1) verwendet, so steigt der geschätzte Koeffizient für die Fakturierung in Landeswährung weiter an (von 0,7 auf 1,4), was auf eine noch stärkere Relation von Fakturierung und Transmission hindeutet. Auch unter Berücksichtigung der Anteile der Importe aus Ländern außerhalb des Euroraums ergibt sich ein höheres R-Quadrat, wenn die Regression unter Einbeziehung der Abrechnung in Landeswährung erfolgt.

Schätzungen zur aggregierten Wechselkursweitergabe im Eurogebiet variieren je nach den in der Analyse herangezogenen Modellen und Stichproben.

Da die Wechselkurstransmission hinsichtlich ihres Umfangs von sektoralen und firmen-seitigen Faktoren abhängt, die im Zeitverlauf variieren, sowie von Aggregaten, die sich in ihrer Zusammensetzung verändern, ist es nicht verwunderlich, dass Ad-hoc-Spezifikationen auf der Grundlage nationaler Aggregate je nach Land und Zeit zu unterschiedlichen Schätzergebnissen führen. Die Schätzungen von Hahn²⁸ basieren auf einem vektorautoregressiven Modell (VAR-Modell), das den NEWK des Euro und die Preiskette einbezieht. Aktualisierte auf diesem Modell basierende Berechnungen zeigen, dass sich durch eine Euro-Abwertung um 1 % die HVPI-Inflation binnen Jahresfrist um 0,10 % und nach drei Jahren um 0,23 % erhöht (siehe Tabelle 1). Andere Modelle führen in der Regel in Bezug auf den HVPI zu ähnlichen Ergebnissen.²⁹ In jüngerer Vergangenheit haben Comunale und Kunovac³⁰ einen Wechselkursschock anhand eines Bayesianischen VAR-Modells und eines alternativen Ansatzes identifiziert. Ihren Forschungen zufolge würden sich ein Jahr nach einem Rückgang des NEWK des Euro um 1 % die Einfuhrpreise im Eurogebiet um 0,50 %, die Erzeugerpreise um 0,37 % und die Verbraucherpreise um 0,11 % erhöhen. Im Hinblick auf die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums stellten sie fest, dass sich ein Wechselkursschock auf die HVPI-Inflation in Deutschland, Frankreich und Italien ähnlich stark wie auf die entsprechende Messgröße im Euroraum auswirken dürfte, während für Spanien ein wesentlich größerer Effekt geschätzt wurde (siehe Tabelle 2). Studien, die sich lediglich auf die Einfuhrpreise konzentrieren, führen je nach Land zu unterschiedlichen Schätzergebnissen.³¹

²⁸ Siehe Fußnote 4.

²⁹ Zum neuen Euroraum-Modell (NAWM) siehe: K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis, Working Paper Series der EZB, Nr. 944, Oktober 2008; zum neuen Mehrländermodell (NMCM) siehe: A. Dieppe, A. G. Pandiella, S. Hall und A. Willman, Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model, in: Economic Modelling, Bd. 33, Ausgabe C, 2013, S. 808-825.

³⁰ Siehe M. Comunale und D. Kunovac, Exchange rate pass-through in the euro area, erscheint in Kürze.

³¹ Siehe L. An und J. Wang, Exchange rate pass-through: evidence based on vector autoregression with sign restrictions, Working Paper der Federal Reserve Bank of Dallas, Nr. 70, 2011; J. M. Campa und L. S. Goldberg, Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?, a. a. O.; J. M. Campa und J. M. González Mínguez, Differences in exchange rate pass-through in the euro area, a. a. O.

Tabelle 1

Schätzungen zur Wechselkurstransmission im Euroraum nach einem Wechselkursrückgang um 1 %

Verfasser	Preisvariable	Nach 1 Jahr	Nach 3 Jahren
Hahn (2003) aktualisiert	Einfuhrpreise	0,71 %	0,81 %
	Erzeugerpreise	0,27 %	0,39 %
	HVPI	0,10 %	0,23 %
Comunale und Kunovac (erscheint in Kürze)	Einfuhrpreise	0,50 %	0,46 %
	Erzeugerpreise	0,37 %	0,36 %
	HVPI	0,11 %	0,12 %
Neues Euroraum-Modell (New Area-Wide Model – NAWM)	Einfuhrpreise	0,55 %	0,89 %
	HVPI	0,02 %	0,20 %
Neues Mehrländermodell (New Multi-Country Model – NMCM)	Einfuhrpreise	0,30 %	0,44 %
	HVPI	0,09 %	0,25 %

Anmerkung: „Hahn (2003) aktualisiert“ bezieht sich auf aktualisierte Schätzungen auf der Grundlage des Hahn'schen Modells von 2003 mit Angaben vom ersten Quartal 1980 bis zum ersten Quartal 2016; dort werden kumulierte Impuls-Antwort-Folgen auf einen 1 %igen Rückgang des NEWK des Euro dargestellt. Comunale und Kunovac berichten in ihrer (demnächst erscheinenden) Studie, wie sich die kumulierten Impuls-Antwort-Folgen eines jeden Preisindikators zu den kumulierten Impuls-Antwort-Folgen des Wechselkurses verhalten. Im Rahmen der Schätzung werden Angaben vom ersten Quartal 1992 bis zum zweiten Quartal 2016 herangezogen. Die Ergebnisse zum NAWM und zum NMCM werden im Rahmen eines Szenarios unveränderter Zinssätze ermittelt. Beim NAWM beziehen sich die Importdeflatoreffekte auf die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets. Weitere Einzelheiten zum NAWM und NMCM finden sich in Fußnote 29.

Tabelle 2

Schätzungen zur Wechselkurstransmission in den einzelnen Euro-Ländern nach einem Wechselkursrückgang um 1 %

Verfasser	Preisvariable	Deutschland	Frankreich	Spanien	Italien
Comunale und Kunovac (erscheint in Kürze)	Einfuhrpreise	0,74 %	0,58 %	1,00 %	1,00 %
	Erzeugerpreisindex	0,54 %	0,49 %	0,64 %	0,64 %
	HVPI	0,19 %	0,15 %	0,35 %	0,20 %
An und Wang (2011)	Einfuhrpreise			1,00 %	0,94 %
	Erzeugerpreisindex			0,44 %	0,15 %
	HVPI			0,02 %	0,05 %
Campa et al. (2008)	Einfuhrpreise	0,80 %	0,90 %	0,70 %	0,35 %
Campa und González Mínguez (2006)	Einfuhrpreise	0,66 %	0,68 %	0,98 %	0,74 %

Anmerkung: Comunale und Kunovac berichten in ihrer (demnächst erscheinenden) Studie ebenso wie An und Wang (2011), wie sich nach Ablauf von drei Jahren die kumulierten Impuls-Antwort-Folgen eines jeden Preisindikators zu den kumulierten Impuls-Antwort-Folgen des Wechselkurses verhalten. Campa et al. (2008) sowie Campa und González Mínguez (2006) zeigen den kumulierten Effekt nach vier Quartalen.

Die anhand des NEWK geschätzte Wechselkurstransmission im Euroraum liegt tendenziell unter den entsprechenden Schätzungen auf der Basis des bilateralen Euro-Wechselkurses zum US-Dollar. Verglichen mit dem NEWK-38 des Euro weist der bilaterale EUR/USD-Wechselkurs in letzter Zeit größere Schwankungen auf, wie Abbildung A in Kasten 1 veranschaulicht. Maßgeblich hierfür ist die Tatsache, dass Änderungen des Euro-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar Schwankungen der Wechselkurse anderer, im den NEWK bildenden Währungskorb enthaltenen Währungen gegenüberstehen. Darüber hinaus geht vom US-Dollar ein starker Einfluss aus, da dieser die Fakturierungswährung für Rohstoffe

ist; seine Kursentwicklung wirkt daher in der Regel rasch und in vollem Umfang auf die Einfuhrpreise für Energie und Nahrungsmittel durch.

Laut einigen empirischen Studien hat sich die Transmission im Euroraum seit den 1990er-Jahren möglicherweise verringert. Campa et al.³² haben Veränderungen im Durchwirken auf die Einfuhrpreise in den Euro-Ländern anhand sektoraler Angaben bis zum Jahr 2004 untersucht. Sie stellten fest, dass sich in rund zwei Dritteln der in ihrer Stichprobe enthaltenen Branchen die Schätzergebnisse zur Wechselkurstransmission verringert haben, aber diese Ergebnisse sind zum Großteil nicht statistisch bedeutsam. Lediglich für das verarbeitende Gewerbe ergeben sich statistisch signifikante Effekte. Anhand eines Panel-VAR-Modells und des Euroraum-Modells unter Zugrundelegung von Daten bis zum Jahr 2007 förderten Experten der EZB³³ erste Anhaltspunkte dafür zutage, dass die Wechselkurstransmission im Eurogebiet abgenommen hat. Der IWF und Sekine liefern indes deutlichere Belege für eine veränderte Übertragung von Wechselkursänderungen in mehreren Mitgliedstaaten.³⁴ Beide Studien verzeichnen in einer Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften ein deutlich rückläufiges Durchwirken der Wechselkursentwicklung auf die Einfuhr- und Verbraucherpreise. Wird das von Hahn propagierte Modell über ein gleitendes Zeitfenster von 20 Jahren geschätzt, wird für die Zeit seit 1980 sowohl für die Einfuhrpreise als auch die HVPI-Inflation eine abnehmende Transmission festgestellt. Während z. B. das für den gesamten Stichprobenzeitraum (vom ersten Quartal 1980 bis zum ersten Quartal 2016) geschätzte Modell zu dem Schluss kommt, dass ein Anstieg des NEWK um 1 % nach drei Jahren zu einem Rückgang der HVPI-Inflation um 0,23 % führen würde, kommt dasselbe, über ein gleitendes Zeitfenster geschätzte Modell zu dem Ergebnis, dass dieser Effekt in der neuesten Iteration (vom zweiten Quartal 1996 bis zum ersten Quartal 2016) der Schätzung auf Basis rollierender Zeitfenster zu vernachlässigen ist (siehe Abbildung 5).

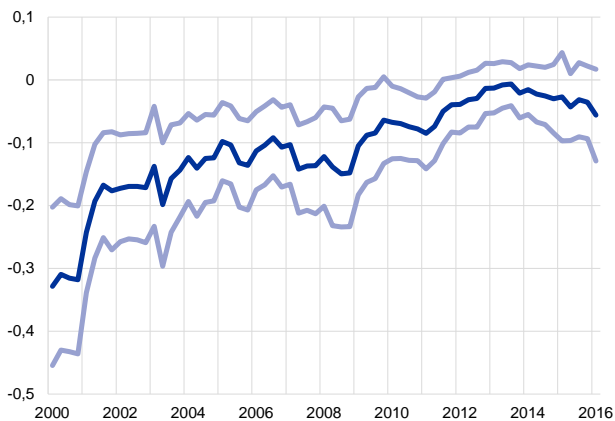
³² Siehe J. M. Campa, L. S. Goldberg und J. M. González Mínguez, Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area, a. a. O.

³³ Siehe F. di Mauro, R. Ruffer und I. Bunda, The changing role of the exchange rate in a globalised economy, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 94, September 2008.

³⁴ Siehe IWF, World Economic Outlook, 2006; und T. Sekine, Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries, Working Papers der BIZ, Nr. 202, März 2006.

Abbildung 5

Durchwirken der Wechselkursentwicklung auf die HVPI-Inflation im Zeitverlauf



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die kumulierten Impuls-Antwort-Folgen (dunkelblaue Linie) der HVPI-Inflation auf einen Anstieg des NEWK um 1 % nach drei Jahren im Zeitverlauf und das jeweilige 95 %-Konfidenzband (hellblaue Linien). Die kumulierten Impuls-Antwort-Folgen basieren auf der aktualisierten Schätzung von Hahn (2003) über ein gleitendes Zeitfenster von 20 Jahren vom ersten Quartal 1980 bis zum ersten Quartal 2016. Jeder Punkt auf der dunkelblauen Linie bezieht sich auf den Endpunkt des jeweiligen rollierenden Zeitfensters von 20 Jahren, wobei sich die erste Stichprobe auf die Zeit vom zweiten Quartal 1981 bis zum ersten Quartal 2000 bezieht und die letzte Stichprobe auf die Zeit vom zweiten Quartal 1996 bis zum ersten Quartal 2016.

Als eine Erklärung für den potenziellen Rückgang der Wechselkurstransmission wurde die Zusammensetzung der Einfuhren angeführt.

Tatsächlich wurden Verschiebungen in der Zusammensetzung von Sektoren mit einer hohen Weitergabe (wie Energie) hin zu Sektoren mit einer geringeren Weitergabe (wie das verarbeitende Gewerbe und Nahrungsmittel) als einer der Gründe für die abnehmende Übertragung auf die Einfuhrpreise genannt.³⁵ Experten der EZB³⁶ haben aggregierte Schätzungen zur Wechselkurstransmission miteinander verglichen. Hierfür wurden sektorale Schätzungen aggregiert, indem sie mit den Importanteilen jedes Sektors in den Jahren 1988 und 2005 gewichtet wurden, um zu zeigen, dass dies automatisch zu einem Rückgang des Durchwirkens auf die Einfuhrpreise von insgesamt 0,83 auf 0,74 führen würde.

Als weitere Erklärung für diese trendmäßige Abnahme der Wechselkurstransmission auf die Einfuhrpreise werden die Globalisierung und Exporteure aus Niedriglohnländern genannt.

Gust, Leduc und Vigfusson³⁷ sind der Meinung, dass die rückläufige Wechselkursweitergabe zum Teil im Zusammenhang mit der zunehmenden Handelsintegration stehen könnte, da die Unternehmen verstärkt auf die Preise der Konkurrenz reagieren. Dieser Wettbewerbsdruck wird durch die wachsende Popularität von Billigproduzenten im internationalen Handel noch erhöht.

Auch mehrere auf Unternehmensebene wirksame Faktoren können zur rückläufigen Wechselkurstransmission beigetragen haben.

Zunächst wird, wie in Kasten 2 des vorliegenden Aufsatzes ausgeführt, ein zunehmender Anteil der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets in Euro fakturiert, was bedeutet, dass ausländische Exporteure in steigendem Maße ihre für den Euroraum bestimmten Ausfuhren in Euro auspreisen. Die im Kasten dargestellten Ergebnisse zeigen, dass dies zu einer geringeren Weitergabe führen kann. Auch der wachsende Importgehalt der Ausfuhren und die niedrigeren Absicherungskosten je Risikoeinheit können die Reaktion der Importpreise auf Wechselkursänderungen gedämpft haben.³⁸

³⁵ Siehe auch Fußnote 7, 8 und 31.

³⁶ Siehe Fußnote 33.

³⁷ Siehe C. Gust, S. Leduc und R. Vigfusson, Trade integration, competition, and the decline in exchange-rate pass-through, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 57, Ausgabe 3, April 2010, S. 309-324.

³⁸ Siehe Fußnote 33.

Eine wesentliche Erklärung für die geringere Übertragung von Wechselkursänderungen sowohl auf Ebene der Import- als auch der Endverbraucherpreise besteht darin, dass aufgrund des von niedrigen Inflationsraten geprägten Umfelds – welches durch eine glaubwürdige Geldpolitik unterstützt wird – eine kürzere Schockdauer wahrgenommen wird und die Unternehmen daraufhin ihre Preise tendenziell weniger häufig anpassen. Laut Taylor³⁹ resultiert die geringere Weitergabe aus dem in zahlreichen Ländern bestehenden Umfeld niedriger Inflationsraten. Angesichts geringerer Teuerungsraten wird erwartet, dass Kosten- und Preisschocks von kürzerer Dauer sind, wodurch sich in der Folge die Übertragung von Wechselkursänderungen auf die Preise reduziert, da die Produzenten weniger geneigt sind, ihre Preise angesichts kürzer währender Schocks anzupassen.

Ein Weg, die je nach Modell, Land und Stichprobe bislang vorgelegten unterschiedlichen Schätzungen in Einklang zu bringen, besteht darin anzuerkennen, dass die Wechselkurstransmission – die kaum als struktureller Parameter auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geeignet ist – davon abhängt, welche Art von Schock hinter der Wechselkursentwicklung steht. Dies zeigt sich anhand theoretischer Modelle, in denen die Übertragung von Wechselkursänderungen als Funktion der zugrunde liegenden wirtschaftlichen Schocks und der Wettbewerbsstrukturen der betreffenden Branchen dargestellt ist.⁴⁰ Empirisch gesehen basieren die meisten Ansätze allerdings entweder auf einfachen Regressionen oder darauf, dass bei der Identifizierung von Wechselkursschocks die Wirtschaftsstruktur nicht umfassend berücksichtigt wird und daher die meisten großen die Wirtschaft erschütternden Schocks außer Acht gelassen werden.⁴¹

Ein wirtschaftlich gesehen sinnvollerer Ansatz zur Erforschung der Frage, wie sich die Wechselkursentwicklung auf die Teuerung auswirkt, bestünde darin, ähnlich wie bei der Betrachtung der Auswirkungen anderer Variablen (z. B. der Ölpreise) vorzugehen, um festzustellen, welche Schocks überhaupt wechselkurswirksam sind. In der Realität sind Wechselkursänderungen nicht die Folge eines bestimmten Schocks, sondern das Ergebnis unterschiedlicher Bestimmungsfaktoren. Berücksichtigt werden sollte die Gesamtkonstellation der auf die Wechselkurse zu jedem beliebigen Zeitpunkt einwirkenden makroökonomischen Schocks. Die Tatsache, dass die Transmission von Schocks abhängen kann, wird seit Langem in der Fachliteratur diskutiert.⁴² Empirisch gesehen erweist sich die Entflechtung der zugrunde liegenden wechselkurswirksamen Wirtschaftskräfte

³⁹ Siehe J. B. Taylor, a. a. O.

⁴⁰ Hierbei handelt es sich um auf Mikrodaten basierende Gleichgewichtsmodelle offener Volkswirtschaften. Siehe auch G. Corsetti und L. Dedola, A macroeconomic model of international price discrimination, in: Journal of International Economics, Bd. 67, Ausgabe 1, September 2005, S. 129-155; G. Corsetti, L. Dedola und S. Leduc, High exchange-rate volatility and low pass-through, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 55, Ausgabe 6, September 2008, S. 1113-1128.

⁴¹ Unter Zugrundelegung einer beispielsweise in E. Hahn, Pass-through of external shocks to euro area inflation, a. a. O., beschriebenen Cholesky-Zerlegung.

⁴² Siehe M. Klein, Macroeconomic aspects of exchange rate pass-through, in: Journal of International Money and Finance, Bd. 9, Ausgabe 4, Dezember 1990, S. 376-387; J. Shambaugh, A new look at pass-through, in: Journal of International Money and Finance, Bd. 27, Ausgabe 4, Juni 2008, S. 560-591; M. Astley, D. Pain und J. Smith, Interpreting recent movements in sterling, Quarterly Bulletin der Bank of England, drittes Quartal 2009, S. 202-214.

jedoch als schwierig, da es sich um eine höchst endogene Variable handelt. Im Wesentlichen geht es um die Frage, auf welche Faktoren die Wechselkurse reagieren. Handelt es sich um einen binnenwirtschaftlichen Angebotsschock? Könnte es die weltweite Nachfrage sein? Oder ist die – inländische oder ausländische – Geldpolitik verantwortlich?

Je nach Schock wird die Reaktion der Verbraucherpreise auf Wechselkursänderungen unterschiedlich ausfallen. Beispielsweise wird sich aus einem expansiven inländischen geldpolitischen Schock eine Euro-Abwertung ergeben, aus der ein direkter Inflationseffekt auf die Einfuhrpreise erwächst. Dieser direkte Effekt wird auf die Verbraucherpreise durchwirken und über die anderen Transmissionskanäle der Geldpolitik noch verstärkt; so entsteht ein „Freiraum“ zur Anpassung der Gewinnaufschläge. Es wäre daher zu erwarten, dass ein derartiger Schock zu einer höheren Korrelation zwischen Änderungen der Wechselkurse und der HVPI-Inflation führt (d. h. zu einer stärkeren Weitergabe) als beispielsweise nach einer Abwertung infolge eines negativen binnenwirtschaftlichen Angebotsschocks (z. B. geringere Produktivität) beobachtet würde. Eine derartige, durch einen negativen binnenwirtschaftlichen Angebotsschock ausgelöste Abwertung ginge nicht mit verstärkenden Effekten eines expansiv wirkenden Schocks einher und fände in einem Umfeld statt, in dem Unternehmen nur wenig Spielraum zur Aufrechterhaltung oder Erhöhung ihrer Gewinnaufschläge hätten, sodass die Übertragung entlang der Preiskette begrenzt wäre. Ebenso könnte der Euro auch aufgrund einer im Ausland vorgenommenen geldpolitischen Straffung an Wert verlieren; dann wäre jedweder sich aus der restriktiven Politik im Ausland ergebende Rückgang der Auslandsnachfrage ceteris paribus eine Belastung für das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet, von dem keine das binnenwirtschaftliche Inflationsumfeld begünstigende Wirkung ausginge.

Anders ausgedrückt führen zwar einige Schocks zu sich selbst verstärkenden Wechselkurs- und Preisänderungen, andere hingegen haben gegenläufige Auswirkungen auf die Teuerung. Bei Vorliegen eines negativen binnenwirtschaftlichen Nachfrageschocks, der möglicherweise einen Wechselkursrückgang zur Folge hätte, könnte die vollständige „Transmission“ leicht zu einer scheinbar widersinnigen Korrelation zwischen Wechselkursen und Preisveränderung auf der Verbraucherebene führen, wie Comunale und Kunovac⁴³ für den Euroraum und Forbes et al.⁴⁴ für das Vereinigte Königreich festgestellt haben.

Alle diesen Ansatz verfolgenden Studien kommen jedoch zu dem Ergebnis, dass die Wechselkurstransmission nach einem monetären Schock relativ hoch ist. Dies wird von Comunale und Kunovac für die Übertragung von Wechselkursänderungen nach einem geldpolitischen Schock oder einem modellhaft als Risikoprämienschock abgebildeten exogenen Wechselkursschock beobachtet. Der Wechselkurskanal kann also im Rahmen der geldpolitischen Transmission als aktiv

⁴³ Siehe M. Comunale und D. Kunovac, a. a. O.

⁴⁴ Siehe K. Forbes, I. Hjortsoe und T. Nenova, The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through, Discussion Paper der Bank of England, Nr. 43, November 2015.

angesehen werden. Bobeica und Jarociński⁴⁵ betrachten eine ähnliche Reihe von im Euroraum wirksamen Schocks und entflechten die Auswirkungen von Zinsschocks und Schocks, die die Spanne zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen beeinflussen.

Die Untersuchungen zur Quantifizierung der Wechselkurstransmission anhand makroökonomischer Schocks befinden sich noch in der Anfangsphase; darauf lassen nicht nur die deutlichen Unterschiede bei der Quantifizierung, sondern auch bei der Wahrnehmung dessen, inwieweit wirtschaftliche Schocks zur Wechselkursentwicklung beitragen, schließen. Um zu verstehen, wie sich der jeweilige Policy-Mix auswirkt, muss größere Klarheit darüber herrschen, welche Relevanz die derzeitigen Schocks im Rahmen einer Quantifizierung der Reaktion der HVPI-Inflation auf Wechselkursänderungen haben.

Schlussbemerkungen

Um die Geldpolitik wirksam durchzuführen und die Stärke des geldpolitischen Transmissionsmechanismus ermessen zu können, gilt es zu verstehen, auf welche Weise die Wechselkurse die Inflationsaussichten prägen. Gestützt auf die Evidenz in den verfügbaren Daten, Modellen und Fachpublikationen trägt der vorliegende Aufsatz zu einem besseren Verständnis der komplexen Rolle der Wechselkurse und ihres Einflusses auf die Preise im Euroraum bei. Aus diesen Hinweisen lassen sich mehrere Schlussfolgerungen ziehen.

Erstens tritt der Wechselkurseffekt am stärksten und unmittelbarsten bei den Einfuhrpreisen auf und nimmt dann entlang der Preiskette ab. Anhand einfacher grafischer Korrelationen wird deutlich, dass die Importpreise tendenziell mit der Wechselkursentwicklung in Beziehung stehen, wobei dieser Effekt bei den Erzeugerpreisen und der finalen Teuerung nach dem HVPI weniger ausgeprägt ist. Örtliche Vertriebskosten, ein geringerer Anteil importierter Vorleistungen in der finalen HVPI-Inflationsrate und die relativ lange Zeitspanne, bis die indirekten Wechselkurseffekte auf die Wirtschaft durchwirken, sind für dieses Verlaufsmuster maßgeblich.

Zweitens scheint die Übertragung von Wechselkursänderungen, was Umfang und Geschwindigkeit angeht, je nach Produktkategorie zu variieren; dies deutet darauf hin, dass Kostenstrukturen und Preisentscheide auf Unternehmensebene für die Messung der Wechselkurseffekte auf dem Niveau aggregierter Preise von Bedeutung sind. Die Empirie zeigt, dass die Wechselkurse stärker auf die Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter durchwirken als auf die Investitionsgüterpreise. Der entsprechende Einfluss auf die Konsumgüter liegt tendenziell dazwischen. Innerhalb der Komponente der Industrieerzeugnisse ohne Energie ist die Übertragung in der Regel bei den langlebigen Gebrauchsgütern am

⁴⁵ Siehe E. Bobeica und M. Jarociński, 'Missing disinflation' and 'missing inflation' since the Great Recession: a VAR perspective, erscheint in Kürze.

höchsten. Diese auf Ebene der Warenkategorie festgestellten Diskrepanzen lassen sich mit den unterschiedlichen Branchenmerkmalen erklären.

Drittens variieren die Schätzungen zur Wechselkurstransmission für den Euroraum je nach Modell und Betrachtungszeitraum erheblich. Die Ergebnisse der Schätzungen zur Wechselkursweitergabe, die auf dem bilateralen EUR/USD-Wechselkurs basieren, liegen proportional über den auf Basis des NEWK-38 ermittelten Werten. Zudem haben empirische Studien gewisse Hinweise darauf geliefert, dass seit den 1990er-Jahren die Sensibilität der Einfuhr- und Inlandspreise für Änderungen des nominalen Wechselkurses rückläufig ist. Für diese Entwicklung wurden mehrere Erklärungen ins Feld geführt, beispielsweise die veränderte Einfuhrzusammensetzung zugunsten weniger wechselkurssensibler Sektoren, eine verstärkte Fakturierung der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums in Euro, die natürliche und finanzielle Absicherung gegenüber Wechselkurschwankungen durch Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten und Finanzinstrumenten sowie das von niedrigen Inflationsraten geprägte Umfeld.

Abschließend sprechen jüngere Studien dafür, sich im Rahmen einer Untersuchung der Reagibilität von Einfuhr- und Inlandspreisen auf Wechselkursänderungen auch den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Schocks genauer zuzuwenden. In der Frage, welche Bedeutung die einzelnen Schocks auf die Wechselkursentwicklung und den Umfang der im Gefolge des Schocks auftretenden Übertragung haben, stimmen die Studien bei Weitem nicht überein. Allerdings scheint Einigkeit dahin gehend zu herrschen, dass es nach Durchwirken eines geldpolitischen Schocks auf den nominalen Wechselkurs tendenziell zu einer verhältnismäßig stärkeren Übertragung kommt. Die Tatsache, dass die Wechselkurstransmission schockabhängig ist, erklärt möglicherweise, warum in einigen Zeiträumen die Endpreise in geringerem bzw. höherem Maße auf die Wechselkursentwicklung reagieren, als es simple historische Regelmäßigkeiten erwarten ließen.

Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet seit der Krise

Die Investitionstätigkeit der Unternehmen ist sowohl eine wichtige Triebfeder des Konjunkturzyklus als auch eine Bestimmungsgröße für künftige Wachstumsperspektiven. Zwar hat sich der Anteil der realen Unternehmensinvestitionen an der Wertschöpfung im Euroraum bisher nicht so sehr erholt wie in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, doch hat er kürzlich seinen historischen Durchschnittswert überschritten. Maßgeblich für die Erholung der Investitionen ist eine Kombination aus einer steigenden Nachfrage, besseren Gewinnerwartungen und günstigeren Finanzierungsbedingungen sowie einer nachlassenden Unsicherheit. In absoluter Betrachtung ist das Investitionswachstum im Eurogebiet jedoch schwach und bremst damit die Ausweitung des Kapitalstocks, wodurch auch das Potenzial- und das Produktivitätswachstum seit der Krise beeinträchtigt werden. Zudem liegt die Bruttoverschuldung der Unternehmen im Euroraum nach wie vor auf einem Rekordniveau, und trotz einiger Reformen in den letzten Jahren stellen zahlreiche regulatorische und institutionelle Faktoren noch immer ein Hemmnis für die Unternehmensinvestitionen dar. Um die Investitionstätigkeit anzukurbeln, sind daher zum jetzigen Zeitpunkt Maßnahmen zur Verbesserung des regulatorischen Umfelds und der Kreditbedingungen, zum Abbau von Markteintrittsbarrieren, zur Erhöhung der allgemeinen Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte sowie zur Schaffung eines effizienten Umschuldungsrahmens besonders vonnöten. Schließlich können auch gezielte und effiziente Investitionen in die Infrastruktur dazu beitragen, die Investitionstätigkeit der Unternehmen zu fördern.

Stilisierte Fakten zu den Unternehmensinvestitionen

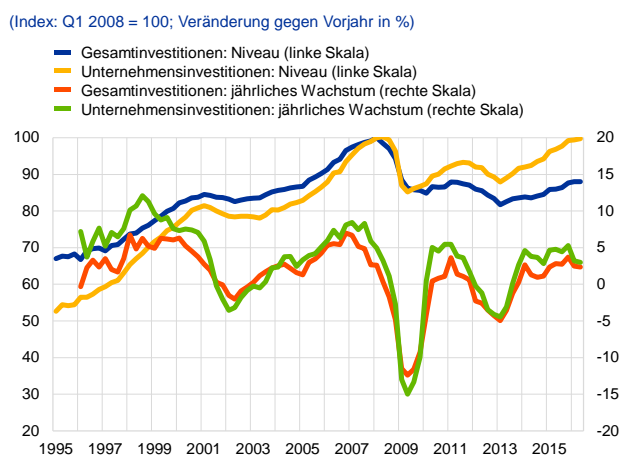
Investitionen sind eine der Haupttriebfedern des Konjunkturzyklus und haben maßgeblichen Einfluss auf künftige Wachstumsperspektiven. Die realen Investitionen stellen mit einem Anteil von rund 20 % eine wichtige Ausgabenkomponente des BIP dar und beeinflussen durch zyklische Schwankungen die Konjunktorentwicklung. Investitionsentscheidungen bestimmen auch den Kapitalstock – und somit das Potenzialwachstum – wesentlich mit.¹ Ohne ausreichende Investitionen kann der Kapitalstock nicht regelmäßig erneuert werden. Dies behindert den technischen Fortschritt und erschwert den gesamtwirtschaftlichen Strukturwandel. Investitionen, vor allem Unternehmensinvestitionen (diese werden anhand der realen Investitionen ohne Bauinvestitionen näherungsweise beziffert; siehe hierzu Kasten 1), erhöhen auch die Produktionskapazität des Faktors Arbeit, indem sie die Kapitalvertiefung begünstigen.

¹ Siehe R. Anderton, T. Aranki, A. Dieppe, C. Elding, S. Haroutunian, P. Jacquinet, V. Jarvis, V. Labhard, D. Rusinova und B. Szörfi, [Potential output from a euro area perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 156, November 2014.

Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit der Erholung der realen Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet in den letzten drei Jahren. Dabei wird untersucht, welche Faktoren hierfür maßgeblich waren, und bewertet, welche politischen Maßnahmen für eine Verbesserung der Investitionsbedingungen noch erforderlich sind. Während der Krise ging die

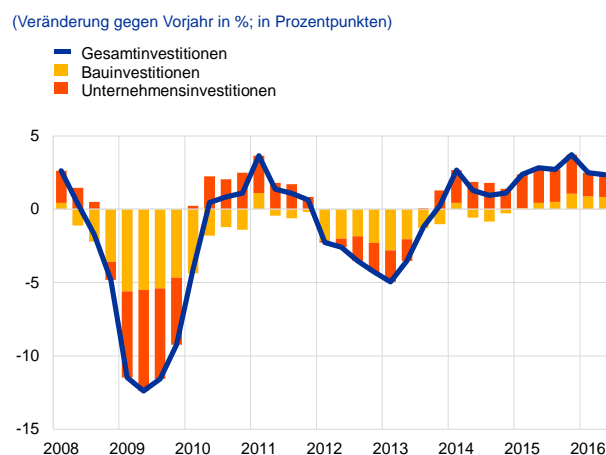
reale Investitionstätigkeit der Unternehmen erheblich zurück, doch seit Jahresbeginn 2013 hat sie sich wieder spürbar erholt (siehe Abbildung 1). Der im Laufe der Großen Rezession verzeichnete Einbruch der Gesamtinvestitionen im Euroraum und die rückläufige Investitionsaktivität in den Jahren 2011 und 2012 waren die Folge geringerer Investitionen aufseiten der Unternehmen. Allerdings spielten auch eine kräftige Abwärtskorrektur am überhitzten Wohnimmobilienmarkt sowie anhaltende Haushaltsbeschränkungen eine Rolle, denn diese führten in einigen Ländern zu einer Verringerung der Investitionen im Baugewerbe und der staatlichen Investitionen. Der seit Anfang 2013 zu beobachtende allgemeine Anstieg der Anlageinvestitionen insgesamt war der Investitionstätigkeit ohne Bauinvestitionen zu verdanken. Die Erholung der Bauinvestitionen setzte indes erst im Jahr 2015 ein (siehe Abbildung 2). In den vergangenen Quartalen haben sich die realen Investitionen – allen voran die Unternehmensinvestitionen – zu einer wichtigen Triebfeder der Erholung im Eurogebiet entwickelt und ergänzen damit die privaten Konsumausgaben in ihrer tragenden Rolle.

Abbildung 1
Reale Gesamt- und Unternehmensinvestitionen im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016. Die realen Unternehmensinvestitionen beziehen sich auf die Investitionen ohne Bauinvestitionen.

Abbildung 2
Aufschlüsselung der realen Gesamtinvestitionen im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016. Die realen Unternehmensinvestitionen beziehen sich auf die Investitionen ohne Bauinvestitionen.

Kasten 1

Angaben zu den realen Unternehmensinvestitionen und zum Kapitalstock im Euro-Währungsgebiet

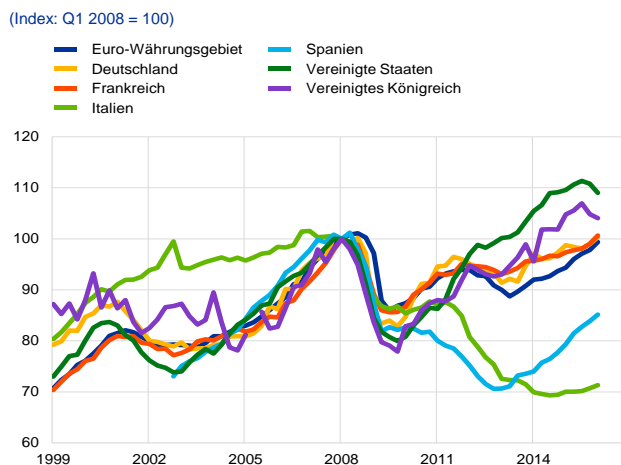
In diesem Aufsatz dienen im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Eurostat ermittelte Werte zur Investitionstätigkeit ohne Bauinvestitionen als Näherungsgröße für die Unternehmensinvestitionen. Die für das Euro-Währungsgebiet und seine Mitgliedstaaten verfügbaren Ergebnisse der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Eurostat für die Gesamtinvestitionen stehen dabei auch aufgeschlüsselt nach ihren wichtigsten Anlageklassen zur Verfügung. Bereinigt um Bauinvestitionen (d. h. Wohnbauten und Nichtwohnbauten) umfassen die Gesamtinvestitionen a) Ausrüstungen und militärische Waffensysteme, b) geistiges Eigentum und c) landwirtschaftliche Erzeugnisse. Die erstgenannte Komponente beinhaltet wiederum Investitionen in Fahrzeuge, Ausrüstungen der Informations- und Kommunikationstechnik, sonstige Ausrüstungen und militärische Waffensysteme. Die beiden anderen Komponenten müssen von den nationalen Statistikämtern gemäß Datenlieferprogramm des ESG 2010 nicht gemeldet werden, weshalb für den Euroraum und die meisten Euro-Länder keine entsprechenden vierteljährlichen Daten vorliegen. Eine bessere Datenverfügbarkeit besteht bei jährlicher Periodizität, was aber für die Analyse im vorliegenden Beitrag nicht ausreichend ist. Auf sektoraler Ebene werden von Eurostat keine vierteljährlichen realen Unternehmensinvestitionen für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelt, da offizielle Daten zu den Investitionen in den einzelnen Sektoren – aufgeschlüsselt nach den wichtigsten Anlageklassen – nur wertmäßig auf vierteljährlicher Basis zur Verfügung stehen. Außerdem werden die Gesamtinvestitionen des Staates und der nichtfinanziellen Unternehmen derzeit ausschließlich nominal und vorwiegend nicht saisonbereinigt ausgewiesen. Die OECD berechnet für viele, aber nicht für alle OECD-Länder die privaten Investitionen ohne Wohnungsbauminvestitionen. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit werden hier als Näherungsgröße für die realen Unternehmensinvestitionen in erster Linie Daten zur realen Investitionstätigkeit ohne Bauinvestitionen verwendet, die anhand der von Eurostat veröffentlichten Angaben zu den Gesamtinvestitionen – bereinigt um Bauinvestitionen – ermittelt wurden.²

Im vorliegenden Aufsatz werden Daten zum gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock aus der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission herangezogen. In der Regel stehen Daten zum gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock mit einer zeitlichen Verzögerung von mindestens zwei Jahren zur Verfügung und werden jährlich von Eurostat auf Basis der von den nationalen Statistikämtern erhobenen Daten bereitgestellt. Die Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) errechnet ferner die Jahreswerte für die Gesamtwirtschaft ohne Kapitalstock mittels der Kumulationsmethode (Perpetual-Inventory-Methode). Dabei wird der Kapitalstock des Vorjahres genommen und jener Teil davon, der das Ende seiner Nutzungsdauer erreicht hat, zusammen mit der Stilllegungsrate subtrahiert (Abschreibung), während die Bruttoanlageinvestitionen des laufenden Jahres addiert werden. Im vorliegenden Aufsatz werden Daten aus der AMECO-Datenbank verwendet.

² Die Investitionen ohne Bauinvestitionen enthalten in diesem Fall einen geringen Anteil an öffentlichen Investitionen (rund 10 % der Gesamtinvestitionen, wobei es leichte Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gibt).

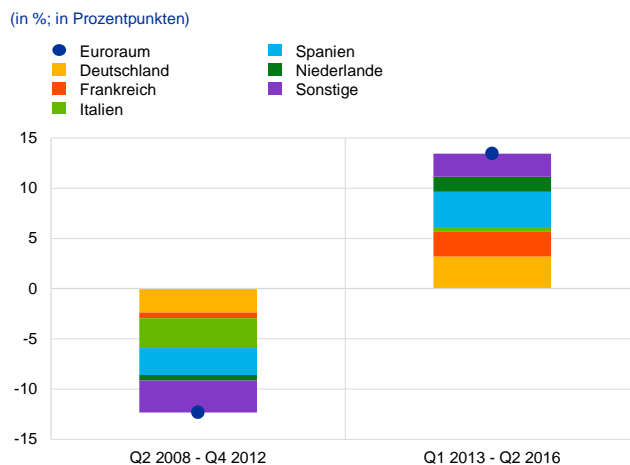
Im Euroraum haben die Unternehmensinvestitionen zwar vor Kurzem wieder den vor der Krise verzeichneten Höchststand von 2008 erreicht, doch fiel die Erholung in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich stärker aus (siehe Abbildung 3). Im Eurogebiet war im Jahr 2008 und erneut ab 2011 ein Rückgang der Unternehmensinvestitionen festzustellen. Eine Erholung setzte 2013 ein, allerdings fielen die durchschnittlichen Wachstumsraten niedriger als vor der Krise aus. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten wurde die Talsohle der Investitionen hingegen 2009 erreicht. Aber auch zwischen den einzelnen Euro-Ländern lassen sich Unterschiede feststellen: Für den Anstieg der Unternehmensinvestitionen im Eurogebiet um annähernd 15 % seit dem Tiefstand waren im Wesentlichen Deutschland, Spanien und Frankreich verantwortlich, wohingegen Italien nur einen begrenzten Beitrag leistete (siehe Abbildung 4).

Abbildung 3
Niveau der realen Unternehmensinvestitionen in ausgewählten fortgeschrittenen Volkswirtschaften



Quellen: OECD und Eurostat (Euroraum).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016. Alle OECD-Datenreihen zu den Unternehmensinvestitionen beziehen sich auf private Investitionen ohne Wohnungsbauinvestitionen, mit Ausnahme der Zeitreihen für Spanien und Italien, die auch staatliche Investitionen enthalten.

Abbildung 4
Länderbeiträge zur Entwicklung der realen Unternehmensinvestitionen im Euroraum

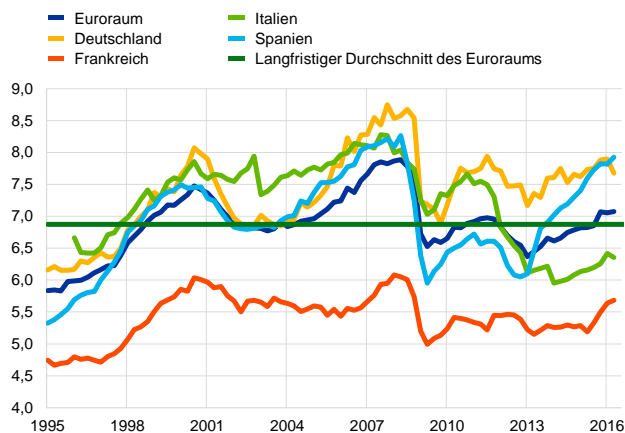


Quelle: Eurostat.

Abbildung 5

Anteil der realen Unternehmensinvestitionen an der Wertschöpfung im Euroraum und in den größten Euro-Ländern

(Anteil an der Wertschöpfung)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016. Der langfristige Durchschnitt dieser Quote für den dargestellten Zeitraum beträgt 6,9. Die Unternehmensinvestitionen werden näherungsweise beziffert anhand der Investitionen in Ausrüstungen und militärische Waffensysteme (der letztgenannte Posten kann nicht herausgerechnet werden).

Der Anteil der realen Unternehmensinvestitionen an der Wertschöpfung im Eurogebiet hat mittlerweile seinen langfristigen Durchschnitt überschritten.

Diese Quote, mit der sich die Investitionen in der Gesamtwirtschaft beziffern lassen, verhält sich im Zeitverlauf tendenziell prozyklisch (siehe Abbildung 5). In Deutschland und Spanien war sie zudem generell höher als in Frankreich, da Frankreichs Wirtschaft eher dienstleistungsintensiv ist. Die Streuung der Quoten der größten Euro-Länder war vor der Krise am stärksten ausgeprägt, ist aber seither auf ein niedrigeres, konstantes Niveau gesunken. Betrachtet man einen längerfristigen Zeitraum, wird deutlich, dass der Anteil der realen Unternehmensinvestitionen an der Wertschöpfung im Euroraum und in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften vor der Krise einen Aufwärtstrend aufwies. Dies hatte verschiedene Gründe:³ Ein Zusammenwirken aus rückläufigen Finanzierungskosten, höheren Ersatzinvestitionen und technologischem Fortschritt in der Informations- und Kommunikationstechnik sowie im Investitionsgüterbereich (wodurch die relativen Preise von Investitions-

gütern sanken) kurbelte die Investitionen in realer Rechnung an. In einigen Ländern, beispielsweise in Spanien, könnte der Anstieg auch die Erwartung höherer Grenzerträge für Investitionen widerspiegelt haben, die mit der Wahrnehmung eines starken zugrunde liegenden Trendwachstums der Wirtschaft zusammenhing. Manche Länder verzeichneten möglicherweise auch „Überinvestitionen“ (etwa während des allgemeinen Booms der Informations- und Kommunikationstechnik in den Neunzigerjahren), die vor dem Hintergrund unrealistischer Grenzertrags-erwartungen von Unternehmen zu einem übermäßig hohen Kapitalstock führten. Während der weltweiten Finanzkrise – und abermals während der Staatsschuldenkrise – gingen die Investitionen deutlich stärker zurück als die Wertschöpfung. Nach der Krise stieg das Verhältnis von Unternehmensinvestitionen und Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet wieder – ein typisches Merkmal einer konjunkturellen Erholung – und liegt nun oberhalb seines langfristigen Durchschnitts.⁴

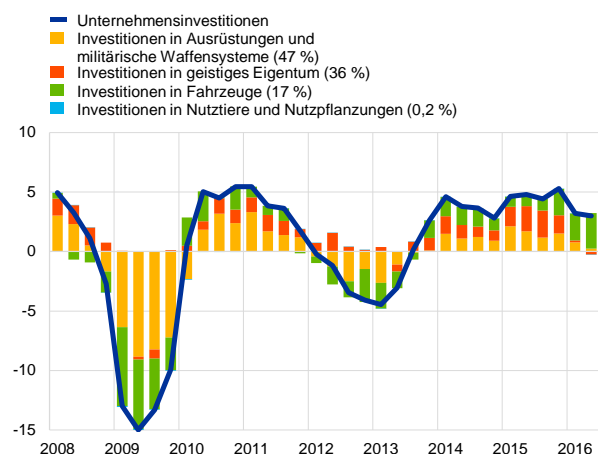
³ Siehe auch D. Rodriguez Palenzuela und S. Dees, [Savings and investment behaviour in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 167, Januar 2016.

⁴ Langfristige Durchschnittswerte sind nicht mit einem „optimalen“ Investitionsniveau zu verwechseln, und bei Ländervergleichen im Zeitverlauf ist Vorsicht geboten. Die Länder weisen unterschiedliche gleichgewichtige Quoten auf, worin Unterschiede im Entwicklungsstand und in den Wirtschaftsstrukturen zum Ausdruck kommen. Außerdem unterliegen Volkswirtschaften im Zeitverlauf einem strukturellen Veränderungsprozess. So kann es zum Beispiel zu einem strukturellen Wandel in der Zusammensetzung der Wertschöpfung kommen, wodurch sich der Anteil des Erwerbseinkommens erhöht, da die Dienstleistungsintensität der Volkswirtschaften zu- und die Kapitalintensität abnimmt (siehe OECD, Economic Outlook, 2015/01).

Eine Aufschlüsselung der Investitionen im Euroraum nach Anlageklassen zeigt, dass die Schwankungen der Unternehmensinvestitionen in den letzten zehn Jahren vor allem durch Veränderungen bei den Ausrüstungsinvestitionen bedingt waren. Ausrüstungsinvestitionen werden zum Großteil im Unternehmenssektor getätigt und eignen sich somit für eine recht genaue Bezifferung der Unternehmensinvestitionen. Während der 2013 einsetzenden Erholung machten die Investitionen in Ausrüstungsgüter (von denen rund ein Viertel auf Fahrzeuge entfällt) den Löwenanteil des Gesamtanstiegs der Investitionen aus; für den verbleibenden Teil waren hauptsächlich Investitionen in geistiges Eigentum verantwortlich (siehe Abbildung 6). Die Ausrüstungsinvestitionen erholen sich allmählich und dürften den Erwartungen zufolge wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen, wohingegen sich die Investitionen in geistiges Eigentum⁵ in den letzten zehn Jahren als recht widerstandsfähig erwiesen haben.

Abbildung 6
Aufschlüsselung der realen Unternehmensinvestitionen im Euroraum nach Anlageklassen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016. Die relativen Anteile an den Unternehmensinvestitionen im Jahr 2015 sind in Klammern angegeben.

Die rückläufige Wachstumsrate der Anlageinvestitionen hat dazu geführt, dass sich der Zuwachs beim Kapitalstock des Euroraums seit 2008 verlangsamt hat – ein noch nie dagewesenes Phänomen (siehe Abbildung 7). Der Kapitalstock, der dem Wert aller im Gebrauch befindlichen Anlagegüter entspricht, lässt sich aus den kumulierten Investitionen – bereinigt um den Technologiegehalt und relative Preistrends der Anlagegüter sowie die Abschreibungsrate – ableiten. Nach der Krise schwächte sich das Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks in Italien und in Spanien deutlich ab. In Italien war diese Entwicklung besonders ausgeprägt: Dort ist der Kapitalstock seit 2013 sogar rückläufig. In diesen Ländern haben sich die Beiträge des Kapitalstocks zum Potenzialwachstum in den letzten Jahren verringert und belasten dieses somit. In Frankreich verlangsamte sich das Wachstum des Kapitalstocks hingegen weniger stark und in Deutschland fast gar nicht.

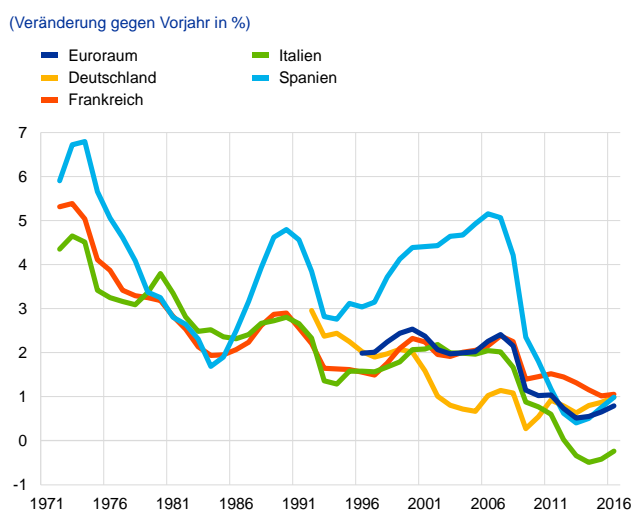
Indessen hat sich die Abschreibungsrate des Kapitalstocks seit der Krise etwas stabilisiert, was auf einen geringeren Verschleiß von Sachkapital schließen lässt (siehe Abbildung 8). Bei Gütern der Informations- und Kommunikationstechnik sind die Abschreibungsraten in der Regel höher als bei Ausrüstungsgütern, die ihrerseits eine höhere Rate aufweisen als Wohnbauten. Was die Entwicklung der Abschreibungen in der Gesamtwirtschaft angeht, so haben sich die entsprechenden Raten in Frankreich und Italien (ebenso wie im Eurogebiet, wenn auch weniger ausgeprägt) seit 2008 abgeflacht. In Deutschland war dies etwas

⁵ Der Anteil der Investitionen in geistiges Eigentum an der Wertschöpfung im Eurogebiet hat sich in den letzten Jahrzehnten stetig erhöht und liegt zwischen über 5 % in Frankreich und rund 3 % in Italien. Gemäß dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) 2010 beinhalten die Investitionen in geistiges Eigentum hauptsächlich Ausgaben für Forschung und Entwicklung, Software, Datenbanken, Urheberrechte und Suchbohrungen.

später, ungefähr im Jahr 2012, der Fall. Nur in Spanien scheint sich der Abschreibungssatz seit 2008 erhöht zu haben. Grund dafür könnte eine geänderte Struktur des Kapitalstocks im Zusammenhang mit dem schrumpfenden Baugewerbe gewesen sein. Die Veränderung der Abschreibungsrate im Euroraum im Vergleich zu ihrer Entwicklung vor der Krise könnte durch einen Rückgang der Kapazitätsauslastung und eine geringere Abnutzung von Sachanlagen bedingt sein. Niedrigere oder langsamer steigende Abschreibungssätze würden unter sonst gleichen Bedingungen darauf hindeuten, dass ein geringerer Bedarf an Ersatzinvestitionen zur Beibehaltung der Höhe des Kapitalstocks besteht.

Abbildung 7

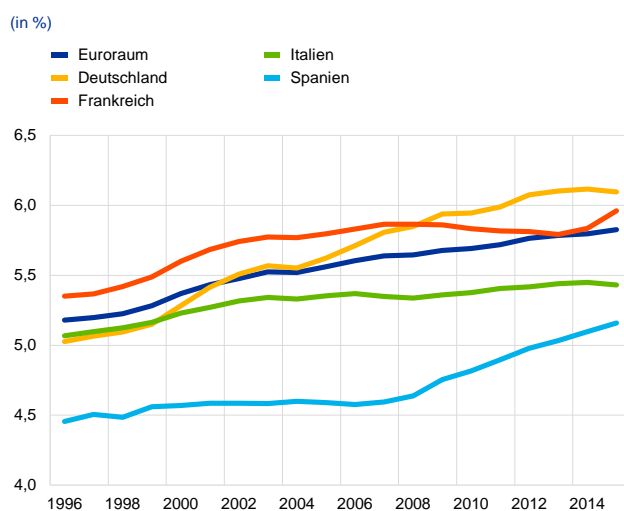
Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Nettokapitalstocks im Euroraum und in den größten Euro-Ländern



Quelle: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank).
Anmerkung: In Bezug auf Daten der Europäischen Kommission beziehen sich die jüngsten Angaben auf 2016 (Teilprojektion). Der gesamtwirtschaftliche Nettokapitalstock zu konstanten Preisen wird anhand des um reale Abschreibungen bereinigten Kapitalstocks des Vorjahres ermittelt.

Abbildung 8

Abgeleitete gesamtwirtschaftliche Abschreibungsraten im Euroraum und in den größten Euro-Ländern



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Ermittelt anhand der Gleichung zum Nettokapitalstock. In dieser Gleichung entspricht der Kapitalstock zum Zeitpunkt (t) dem Kapitalstock zum Zeitpunkt (t-1) multipliziert mit $(1 - \delta(t)) + \text{Investitionen}(t)$, wobei delta ein Näherungswert für die Abschreibungsrate ist, aber auch die Stilllegungsrate abdeckt.

Anlageinvestitionen führen auch zu einer Steigerung der Produktionskapazität einer Volkswirtschaft, indem sie die Arbeitsproduktivität erhöhen. Während der Krise wurde der Produktivitätszuwachs im Euro-Währungsgebiet durch den schwachen Beitrag der Investitionen zur Kapitalvertiefung gedämpft (siehe Kasten 2).

Kasten 2

Investitions- und Produktivitätsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Vergleich

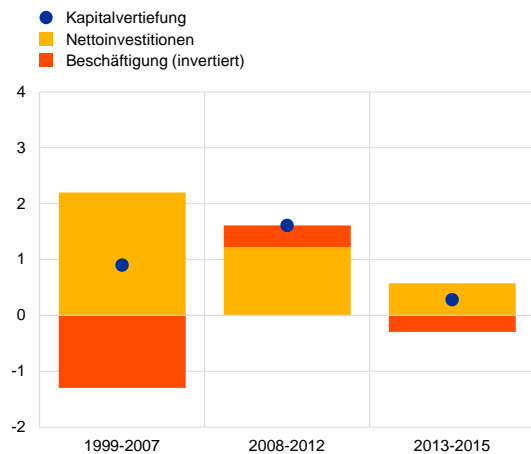
Im Gefolge der Krise könnte die schleppende Erholung der Investitionen im Euro-Währungsgebiet die Möglichkeiten, das seit geraumer Zeit verhaltene Produktivitätswachstum anzukurbeln, weiter einschränken, da Investitionen eine wichtige Triebfeder der Kapitalvertiefung und somit auch des Arbeitsproduktivitätswachstums sind. Unter

Kapitalvertiefung ist die Zunahme des Verhältnisses von Kapital und Arbeit durch verstärkten Einsatz von Kapital je Arbeitskraft zu verstehen. Allerdings kann es auch bei geringen Nettoinvestitionen zu einer Kapitalvertiefung kommen, wenn ein drastischer Stellenabbau automatisch zu einem Anstieg dieses Verhältnisses führt. Aus Abbildung A und B geht hervor, dass die Kapitalvertiefung in den Vereinigten Staaten vor der Krise etwa doppelt so stark zunahm wie im Euroraum, was unter anderem durch eine in den Vorkrisenjahren deutlich höhere Investitionsquote in den USA bedingt war. Als die Krise ausbrach, trug der drastische Stellenabbau in beiden Wirtschaftsräumen dazu bei, die Folgen des spürbaren Rückgangs der Investitionsquote für die Kapitalvertiefung abzumildern. Was das Eurogebiet betrifft, so führte die merkliche Umkehr des zuvor robusten Beschäftigungswachstums trotz der stark sinkenden Investitionsquote zu einer *Zunahme* der Kapitalvertiefung in den Hauptkrisenjahren.

Abbildung A

Kapitalvertiefung im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

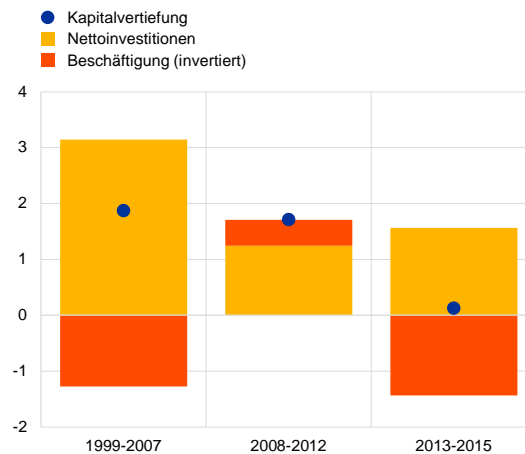


Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Abbildung B

Kapitalvertiefung in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Trotz der seit dem ersten Quartal 2013 zu beobachtenden Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet hat sich die Kapitalvertiefung im Euroraum bislang kaum erhöht. Eine

ähnliche Stagnation lässt sich auch in den Vereinigten Staaten feststellen. Aus den Abbildungen wird ersichtlich, dass der Wiederanstieg der Investitionen in den Vereinigten Staaten stärker ausfiel und in etwa den Wachstumsraten vor der Krise entsprach, während die Investitionstätigkeit im Eurogebiet nach wie vor sehr verhalten ist. Zum Teil spiegelt dies die länger andauernde – und stärkere – Erholung der allgemeinen Wirtschaftsaktivität in den USA nach der drastischen, aber kurzzeitigen Kontraktion während der Großen Rezession 2008-2009 wider. Ungeachtet dieser unterschiedlichen Entwicklung wurde das Tempo der Kapitalvertiefung in beiden Wirtschaftsräumen

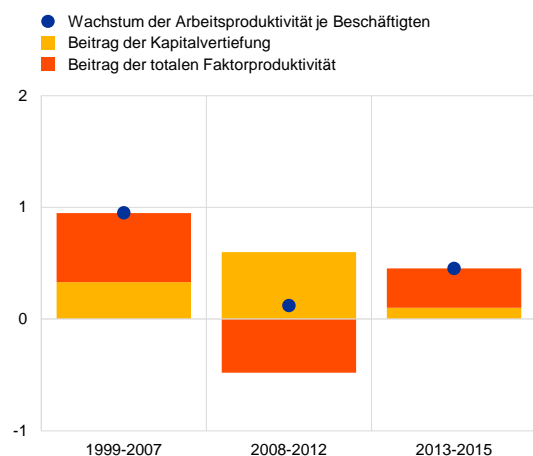
seit 2013 durch proportional ähnlich starke Ausgleichseffekte des robusten Beschäftigungswachstums begrenzt.⁶

Die Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet stieg infolge der Entwicklung der Kapitalvertiefung und der totalen Faktorproduktivität nur geringfügig an. Insgesamt wird das Wachstum der Arbeitsproduktivität einer Volkswirtschaft durch die kombinierten Effekte der Kapitalvertiefung und des allgemeineren, nicht messbaren technologischen und organisatorischen Fortschritts (der sogenannten totalen Faktorproduktivität) bestimmt. Die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten schleppende Produktivitätsentwicklung im Eurogebiet beschäftigt die politischen Entscheidungsträger seit nunmehr fast zwei Jahrzehnten.⁷ In Abbildung C und D wurde die übliche Form der Wachstumszerlegung auf die Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den USA angewendet, um die jeweiligen Beiträge von Kapitalvertiefung und totaler Faktorproduktivität für den Zeitraum der Wirtschafts- und Währungsunion zu ermitteln. Daraus geht hervor, dass in der Zeit nach der Krise ein deutlicher Rückgang der Kapitalvertiefung maßgeblich zu der in beiden Wirtschaftsräumen verzeichneten Verlangsamung des Produktivitätszuwachses im Vergleich zum Vorkrisenniveau beigetragen hat.

Abbildung C

Wachstumszerlegung für die Arbeitsproduktivität im Euroraum

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)

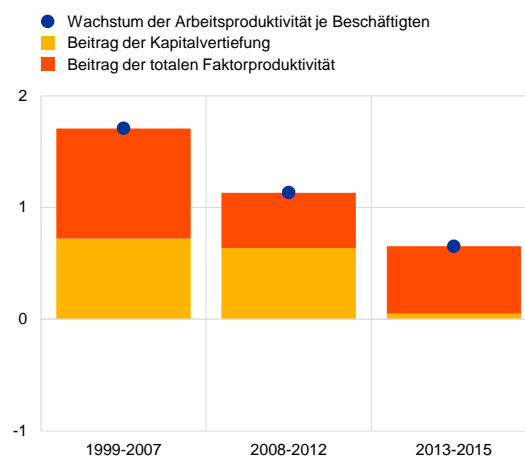


Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Abbildung D

Wachstumszerlegung für die Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

⁶ Siehe EZB, Zur Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP seit der Krise, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016. In den Vereinigten Staaten fiel der Beitrag der Kapitalvertiefung zum Wachstum der Arbeitsproduktivität – gemessen am rollierenden Fünfjahresdurchschnitt – 2014 und 2015 negativ aus.

⁷ Längerfristig betrachtet hat sich die Entwicklung noch weiter verschlechtert, da sich das Produktivitätswachstum gemessen am rollierenden Fünfjahresdurchschnitt sowohl im Eurogebiet als auch in den USA seit Anfang des neuen Jahrtausends abgeschwächt hat. In den Vereinigten Staaten wurde in den letzten fünf Jahren die niedrigste Wachstumsrate seit den 1950er-Jahren verzeichnet.

Bestimmungsgrößen der Investitionstätigkeit

Den gängigsten Wirtschaftstheorien⁸ zufolge wird die Höhe des von einem Unternehmen angestrebten Kapitalstocks durch die Ertragsersparungen bzw. das geplante Produktionsniveau sowie durch die Finanzierungskosten und die Verfügbarkeit der entsprechenden Mittel bestimmt, aber auch industrielle Strukturen und ein geschäftsfreundliches Umfeld spielen eine Rolle. In der Praxis hängt das Investitionsverhalten der Unternehmen von vielen verschiedenen Faktoren ab, die auf komplexe und vielfältige Art und Weise zusammenwirken und nicht einfach zu isolieren sind. In diesem Abschnitt werden einige dieser Faktoren beleuchtet, vor allem die Wachstumserwartungen, die Kapazitätsauslastung, die Ertragslage, die Unsicherheit, die Finanzierungsbedingungen sowie institutionelle und regulatorische Variablen, und es wird untersucht, inwieweit sie zur Erholung der Unternehmensinvestitionen beigetragen haben.

Die Unternehmensinvestitionen werden von einem konjunkturellen Nachfrageanstieg, einer Verringerung der Kapazitätsreserven und einem Anstieg der Unternehmensgewinne getragen. Der Rückgang des erwarteten langfristigen BIP-Wachstums im Euroraum – welcher sich während der Krise beschleunigte und zum Nachlassen der Investitionstätigkeit beigetragen haben dürfte – scheint in den letzten Jahren zum Stillstand gekommen zu sein (siehe Abbildung 9). Die Nachfragebedingungen, die in der Gesamtwirtschaftslage und der Kapazitätsauslastung zum Ausdruck kommen, spielen auch für das Investitionskalkül im Verlauf des Konjunkturzyklus eine wichtige Rolle. Die als umfangreich wahrgenommenen Kapazitätsüberschüsse während der Krise verkleinern sich allmählich, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 10). Zudem sind die Unternehmensgewinne in den letzten Jahren gestiegen und lassen darauf schließen, dass die Firmen zunehmend in der Lage sind, Investitionen durch interne Ressourcen zu decken (siehe Abbildung 11). Diese Entwicklung ist in allen großen Euro-Ländern zu beobachten und deutet darauf hin, dass liquide Mittel jederzeit zur Verfügung stehen, wenn sich Investitionsmöglichkeiten ergeben.⁹ Die verstärkte Gewinneinbehaltung lag an den niedrigeren Nettozinszahlungen, der Lohnzurückhaltung und einem konservativen Ansatz bei der Dividendenausschüttung.¹⁰ Außerdem hat die große finanzielle Unsicherheit¹¹, die während der jüngsten Krise vorherrschte und Firmen ebenfalls dazu veranlassen könnte, Investitionsentscheidungen aufzuschieben¹², zuletzt spürbar abgenommen (siehe Abbildung 12).

⁸ So werden etwa der Theorie von John Maynard Keynes zufolge Investitionsentscheidungen von den Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Erträge von Investitionen gesteuert. Das Akzelerator-Modell prognostiziert, dass die Investitionen sich proportional zum künftigen Produktionswachstum verhalten. Das Finanzakzelerator-Modell beruht auf der Annahme, dass die Kapitalmärkte über unzureichende Informationen verfügen; das kann dazu führen, dass es Unternehmen vorziehen, Mittel zur Finanzierung von Investitionsprojekten zurückzuhalten. James Tobin zufolge hängt das Investitionsniveau von Unternehmen vom Verhältnis des Barwerts des bestehenden Sachkapitals zu den Wiederbeschaffungskosten ab; diese Quote wird als Tobins Quotient oder Tobin's q bezeichnet.

⁹ Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften haben ihre Barbestände in den vergangenen Quartalen weiter aufgestockt, sodass diese nun ein neues Rekordniveau erreicht haben (siehe Abbildung 19). Siehe auch EZB, Entwicklung der Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

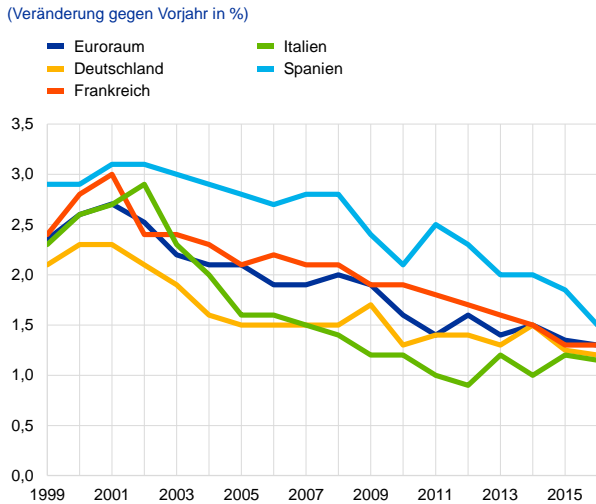
¹⁰ Siehe Europäische Kommission, Quarterly report on the euro area, Bd. 13, Ausgabe 1, April 2014.

¹¹ Siehe N. Bloom et al., Uncertainty and Investment Dynamics, 2007.

¹² Siehe beispielsweise D. Bonciani und B. van Roye, Uncertainty shocks, banking frictions and economic activity, Working Paper Series der EZB, Nr. 1825, Juli 2015.

Abbildung 9

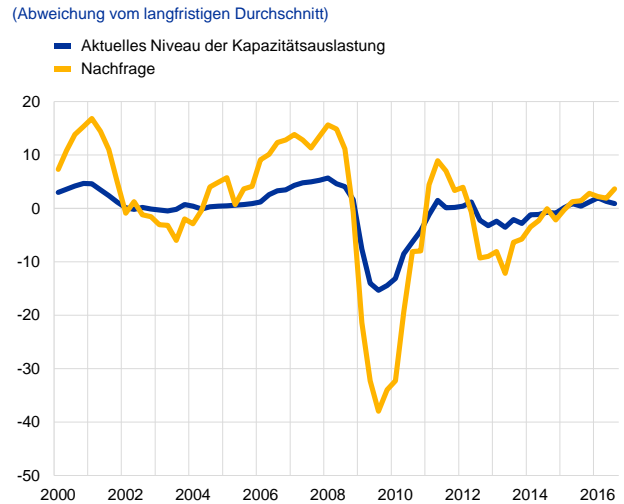
Erwartetes Wachstum des realen BIP in sechs bis zehn Jahren im Euroraum und in den größten Euro-Ländern



Quelle: Consensus Economics.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2016.

Abbildung 10

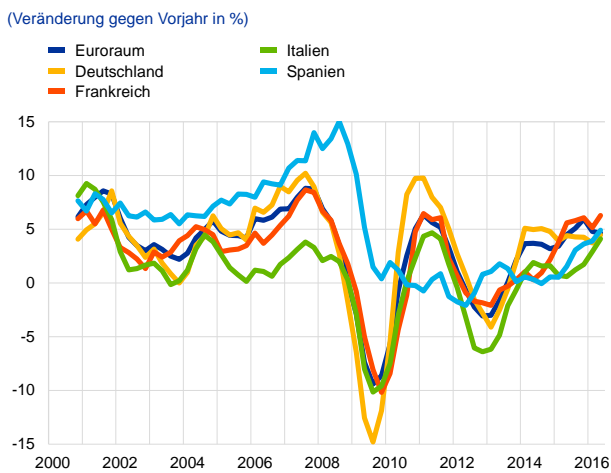
Umfragen zur Kapazitätsauslastung und zur Nachfrage im Investitionsgütersektor des Euroraums



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zeitreihe zur Nachfrage ergibt sich aus dem Kehrwert der Datenreihe der Europäischen Kommission zur Nachfrage als ein dämpfender Produktionsfaktor im Investitionsgütersektor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2016.

Abbildung 11

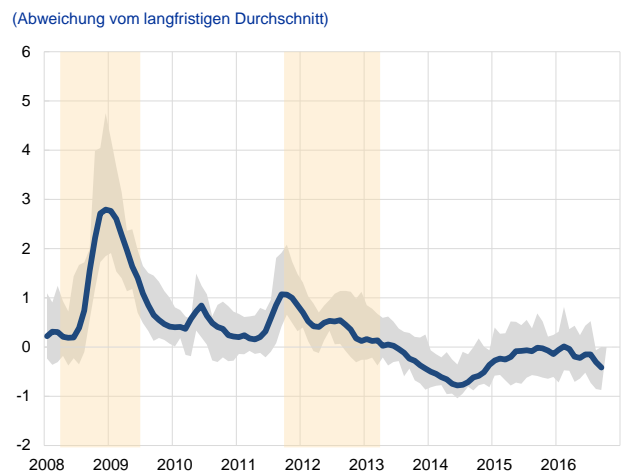
Gesamtwirtschaftlicher Bruttobetriebsüberschuss im Euroraum und in den größten Euro-Ländern



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016.

Abbildung 12

Unsicherheit im Euroraum

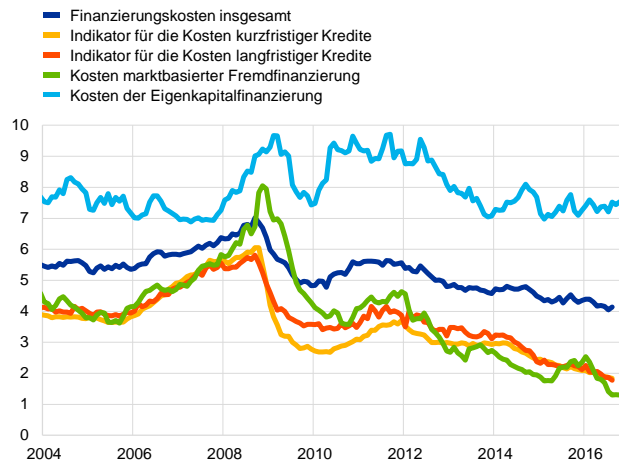


Quelle: EZB.
Anmerkung: Bei den hellorange hinterlegten Bereichen handelt es sich um Rezessionsphasen gemäß der Klassifikation des Centre for Economic Policy Research (CEPR). Die blaue Linie entspricht dem Median der Messungen. Der grau schattierte Bereich zeigt die Bandbreite der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheitsindizes an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2016.

Abbildung 13

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Merrill Lynch, EZB und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften insgesamt entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten für Bankkredite, für die marktbasierter Fremdfinanzierung und für die Eigenkapitalfinanzierung bezogen auf den anteiligen Finanzierungsumfang gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Eigenkapitalkosten werden anhand eines dreistufigen Dividendendiskontierungsmodells geschätzt. Die jüngsten Angaben zu den Gesamtkosten und Kreditzinsen beziehen sich auf August 2016, die jüngsten Daten zu den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung auf den 14. Oktober 2016.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet üben seit der Krise einen zunehmend stützenden Einfluss auf die Unternehmensinvestitionen aus, was vor allem mit der expansiven Geldpolitik zusammenhängt.

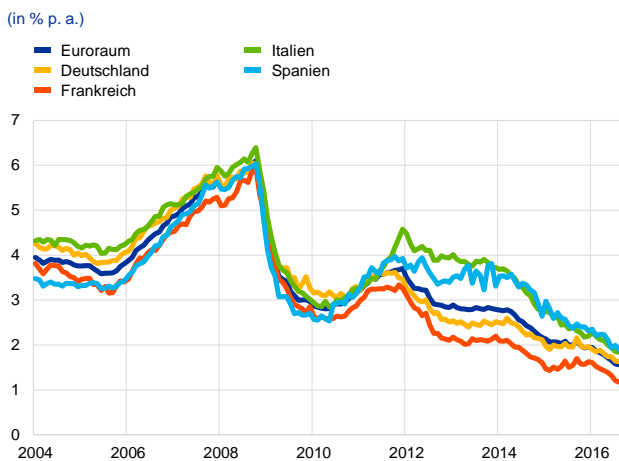
Die nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum haben sich seit 2012 tendenziell verringert und befinden sich derzeit auf einem historisch niedrigen Niveau (siehe Abbildung 13). Der Rückgang war zunächst hauptsächlich durch sinkende Kosten der Eigenfinanzierung bedingt, die wiederum auf eine Abnahme der Risikoprämien und eine Erholung der Aktienkurse zurückzuführen waren, doch entwickeln sich die Kosten der Eigenfinanzierung seit 2015 wieder volatiler. Darüber hinaus waren die Kosten für Bankkredite und für die marktbasierter Fremdfinanzierung (nicht zuletzt gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB) bis vor sehr kurzer Zeit weiter rückläufig. Der Rückgang der Fremdfinanzierungskosten ist in den Euro-Ländern weithin erkennbar (siehe Abbildung 14). Allerdings wurde der geldpolitische Transmissionsmechanismus

während der Krise trotz der sehr geringen Zinsen behindert, sodass die Unternehmen das niedrige Zinsniveau nicht voll ausschöpfen und mehr investieren konnten, da die Banken ihre Kreditrichtlinien zeitweise (von Mitte 2007 bis Anfang 2009 und dann erneut von Mitte 2011 bis Anfang 2012) beträchtlich verschärfen (siehe Abbildung 15). Die Ergebnisse Bayesianischer VAR-Modelle sowie eines zeitvariablen VAR-Modells legen überdies den Schluss nahe, dass Beschränkungen des Bankkreditangebots dafür verantwortlich waren, dass das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 2009 und 2010 sowie von 2012 bis 2014 erheblich sank.¹³ In den letzten Jahren jedoch hat sich die Fragmentierung an den Finanzmärkten verringert und die Banken haben ihre Bilanzen deutlich gestärkt. Infolgedessen haben sich die Kreditvergabebedingungen der Banken erheblich verbessert, und es wird davon ausgegangen, dass kreditangebotsseitige Schocks das Kreditwachstum nun positiv beeinflussen. In Kasten 3 werden aus Umfragen gewonnene Erkenntnisse zum Einfluss finanzieller Hemmnisse auf das Investitionsverhalten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum beurteilt.

¹³ Siehe C. Altavilla, D. Giannone und M. Lenza, The financial and macroeconomic effects of OMT announcements, Working Paper Series der EZB, Nr. 1707, August 2014; C. Altavilla, M. Darracq Paries und G. Nicoletti, Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, Working Paper Series der EZB, Nr. 1861, Oktober 2015 sowie L. Gambetti und A. Musso, Loan Supply Shocks and the Business Cycle, in: Journal of Applied Econometrics, 2016, erscheint in Kürze.

Abbildung 14

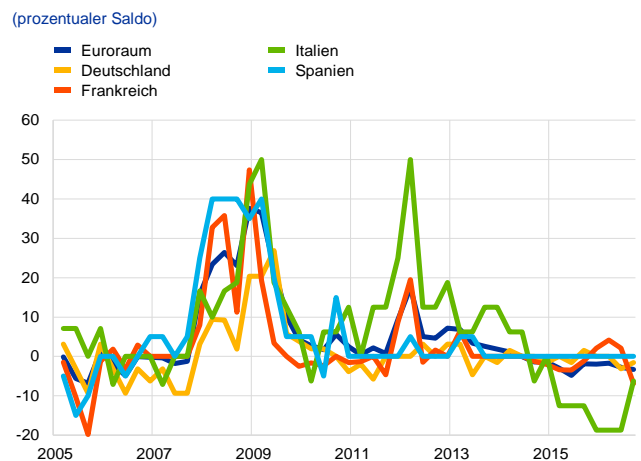
Nominale Fremdfinanzierungskosten der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quellen: Markt iBoxx, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die nominalen Fremdfinanzierungskosten der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten und der marktbasierter Fremdfinanzierung, bezogen auf den anteiligen Finanzierungsumfang laut MFI-Bilanzstatistik bzw. der Statistiken über Wertpapieremissionen der EZB. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2016.

Abbildung 15

Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (inklusive Kreditlinien) in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quelle: EZB.
Anmerkung: Verschärfung der Kreditrichtlinien (+)/Lockerung der Kreditrichtlinien (-). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2016.

Kasten 3

Analyse der jüngsten Entwicklung der Unternehmensinvestitionen anhand von Ergebnissen einer Umfrage auf Unternehmensebene

Gemäß einem aus einer Umfrage auf Unternehmensebene erstellten Indikator für Kreditbeschränkungen nehmen die Kreditbeschränkungen ab. Die Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“)¹⁴ kann dazu beitragen, die jüngste Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euroraum zu erklären, indem die Investitionsentscheidungen der Unternehmen zu ihrer Einschätzung des Geschäftsumfelds und zur eigenen Finanzlage in Bezug gesetzt werden. Ein Unternehmen unterliegt demnach Kreditbeschränkungen, wenn a) der Antrag des Unternehmens auf einen Bankkredit oder eine Kreditlinie vollständig oder teilweise abgelehnt wurde, b) das Unternehmen den Kredit wegen der damit verbundenen zu hohen Kosten nicht in Anspruch genommen hat oder c) das Unternehmen aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung abgesehen hat, obwohl es den Bankkredit benötigt. Der Indikator für kleine und mittlere Unternehmen lag im März 2016 bei 11 %, jener für große Unternehmen bei 6 % (verglichen mit 16 % bzw. 8 % vor zwei Jahren).

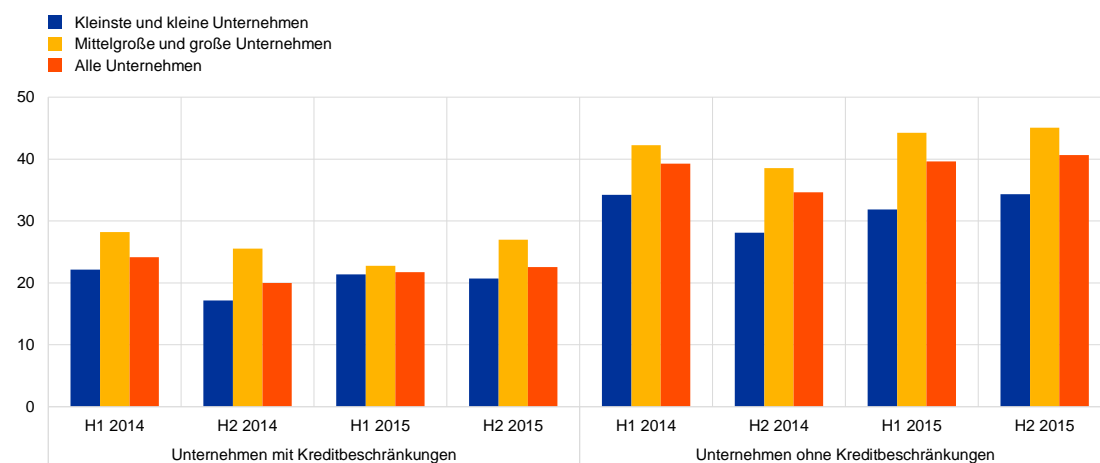
¹⁴ Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“) enthält Angaben zu Änderungen der finanziellen Lage und des Finanzierungsbedarfs kleiner und mittlerer Unternehmen im Euroraum sowie zu deren Zugang zur Außenfinanzierung sowie einen Vergleich mit der Entwicklung bei großen Unternehmen. Wenngleich die Umfrage seit 2009 durchgeführt wird, umfasst der vorliegende Kasten lediglich den Zeitraum von April 2014 (Umfragerunde 11) bis März 2016 (Umfragerunde 14), da dieser eine eigene Frage zu den Investitionen in Sachanlagen beinhaltet.

Die Umfrageergebnisse lassen den Schluss zu, dass fehlende Finanzierungsmöglichkeiten immer noch investitionshemmend wirken können. Von den Firmen, die ihre Investitionen in den vergangenen sechs Monaten aufgestockt hatten, gaben nichtfinanzielle Unternehmen ohne Kreditbeschränkungen nahezu doppelt so oft eine Investitionszunahme an wie Unternehmen, deren Zugang zu Krediten beschränkt war (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Anstieg der Investitionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Unternehmensgröße und Indikator für Kreditbeschränkungen

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln.

Anmerkung: Die Unternehmensgröße wird anhand der Beschäftigtenzahl definiert. „Kleinste und kleine Unternehmen“ bezieht sich auf Unternehmen mit 1-49 Mitarbeitern, „mittelgroße und große Unternehmen“ auf solche mit 50 oder mehr Mitarbeitern. Der Indikator für Kreditbeschränkungen wird als Summe der prozentualen Anteile der Unternehmen berechnet, a) deren Antrag auf einen Bankkredit oder eine Kreditlinie vollständig oder teilweise abgelehnt wurde, b) die den Kredit wegen der damit verbundenen zu hohen Kosten nicht in Anspruch genommen haben oder c) die aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung abgesehen haben, obwohl sie den Bankkredit benötigen.

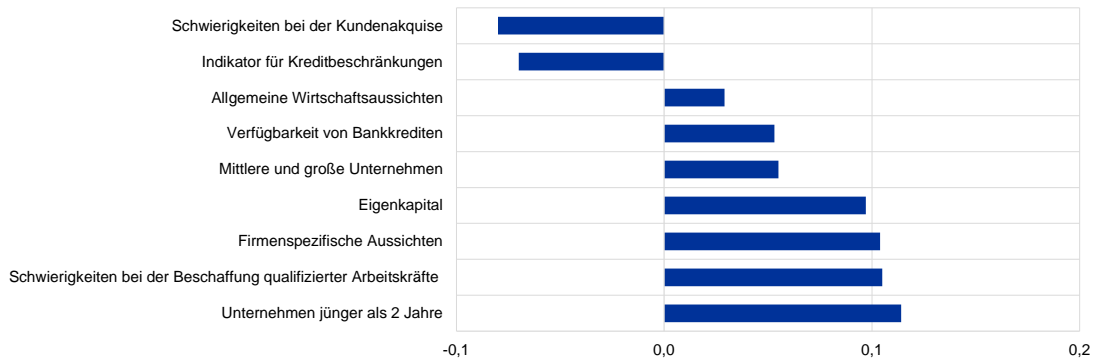
Ökonometrische Analysen liefern weitere Erkenntnisse zu den Bestimmungsgrößen der Investitionen. Um die Bestimmungsgrößen der Investitionen zu untersuchen, wird eine Dummy-Variable auf eine Reihe von Faktoren regressiert. Dabei nimmt die Variable den Wert 1 an, wenn das Unternehmen einen Anstieg der Investitionen in den vorangegangenen sechs Monaten gemeldet hat; andernfalls erhält sie den Wert 0. Bei den Faktoren handelt es sich um firmenspezifische Aspekte, die die Finanzlage, Kapitalstruktur und Demografie des Unternehmens betreffen sowie um Faktoren, die sich auf das Geschäftsumfeld beziehen.¹⁵ Außerdem wird der Indikator für Kreditbeschränkungen als erklärende Größe hinzugefügt, während eine Reihe anderer Variablen die Intensität der Probleme erfasst, mit denen die Firmen im Rahmen ihrer täglichen

¹⁵ Eine erste Gruppe von Kontrollvariablen berücksichtigt Firmengröße, -alter, Umsatz und Besitzverhältnisse (unabhängig oder in Familienbesitz). Eine zweite Gruppe bezieht die Finanzlage der Unternehmen in Form von Absatz, Ertragslage und Eigenmittel sowie deren Einschätzung der allgemeinen Wirtschaftsaussichten und der Verfügbarkeit von Krediten mit ein. Bei all diesen Größen handelt es sich um binäre Variablen, die einen Wert von 1 annehmen, wenn sich der entsprechende Faktor verbessert. Darüber hinaus berücksichtigt eine dritte Gruppe von Variablen verschiedene Finanzierungsquellen – entweder interne oder externe, wie etwa einbehaltenen Gewinne, Zuschüsse, Bankprodukte, Handelskredite und marktbasierende Finanzierungsinstrumente –, die von den Unternehmen zur Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit herangezogen werden.

Geschäftstätigkeit konfrontiert werden, wie etwa Kundenakquise, Wettbewerb oder Regulierung.¹⁶ Die Analyse berücksichtigt dabei nur Unternehmen, die entweder einen Bankkredit beantragt haben oder aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung abgesehen haben.

Abbildung B
 Faktoren, die die Wahrscheinlichkeit einer Erhöhung der Investitionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum beeinflussen

(marginale Effekte auf Basis von Probit-Regressionen)



Quellen: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die abhängige Variable ist eine binäre Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen eine Erhöhung der Investitionen in den vorangegangenen sechs Monaten gemeldet hat; andernfalls erhält sie den Wert 0. Es werden nur statistisch signifikante Koeffizienten angegeben; ausgenommen hiervon sind die verschiedenen Finanzierungsquellen, die in der Abbildung nicht dargestellt sind. Die Schätzungen basieren auf gewichteten Probit-Regressionen (zur Erläuterung der verwendeten Gewichtungen siehe die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln („Survey on the access to finance of enterprises“)). Die Regressionen berücksichtigen länder-, sektor- und zeitfixe Effekte, während sich die Fehler auf die regionale Ebene konzentrieren. Die Schätzung, die den Zeitraum von April 2014 bis März 2016 abdeckt, umfasst zwölf Länder des Euroraums.

In der Regel melden eher sehr junge Unternehmen sowie Firmen mit besseren Wachstumsaussichten und größerer Eigenkapitalausstattung eine Erhöhung ihrer Investitionen. Dies geht aus Abbildung B hervor, in der die Balken den marginalen Anstieg der prognostizierten Wahrscheinlichkeit anzeigen, mit der ein repräsentatives Unternehmen seine Investitionen aufgrund eines bestimmten Faktors aufstockt. So lässt sich dort etwa ablesen, dass die Wahrscheinlichkeit der Ausweitung der Investitionstätigkeit bei jungen Unternehmen (die vor weniger als zwei Jahren gegründet wurden) 11 % höher ist. Bei Unternehmen mit besseren Wirtschaftsaussichten liegt dieser Wert bei 10 %. Darüber hinaus erhöht die Verfügbarkeit von Bankkrediten die Wahrscheinlichkeit einer Investitionssteigerung um 5 %, während eine Verbesserung der allgemeinen Wirtschaftslage nur eine Erhöhung der Wahrscheinlichkeit um 3 % bewirkt. Im Gegensatz dazu beeinflussen Kreditbeschränkungen die Investitionstätigkeit stark negativ. So sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass die Investitionen erhöht werden, bei Vorhandensein solcher Beschränkungen um 7 %. Zugleich ist die Wahrscheinlichkeit einer Investitionssteigerung bei Unternehmen, die Schwierigkeiten bei der Beschaffung qualifizierter Arbeitskräfte haben, 11 % höher, während sie bei Firmen mit Problemen bei der Kundenakquise um 8 % geringer ist.

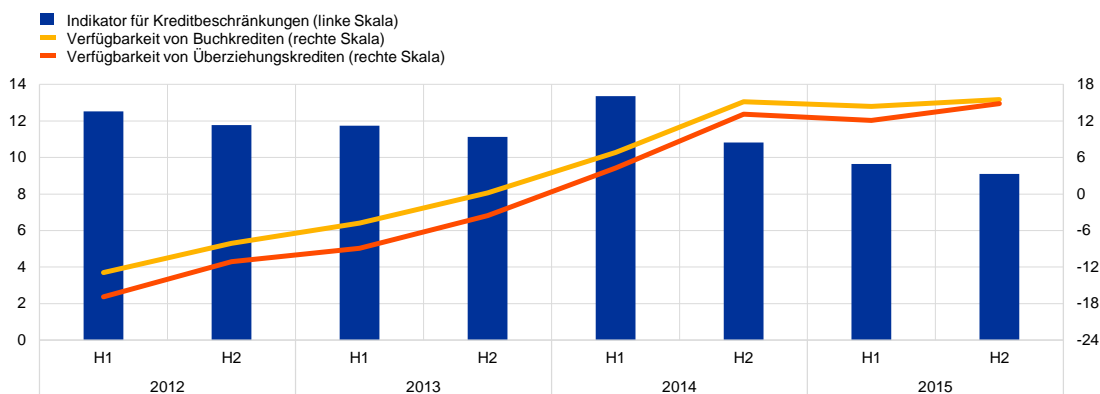
¹⁶ Die Unternehmen wurden um eine Einschätzung der Faktoren gebeten, die ihrer Meinung nach Anlass zur Sorge im Hinblick auf ihre Geschäfte geben könnten, wobei eine Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (extrem wichtig) zugrunde gelegt wurde. Die Faktoren umfassen Kundenakquise, Wettbewerb, Zugang zu Finanzmitteln, Produktionskosten, Verfügbarkeit qualifizierter Arbeitskräfte und Regulierung.

Insgesamt lassen die Umfrageergebnisse den Schluss zu, dass sich Finanzierungsbeschränkungen nachteilig auf das Investitionsverhalten von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet auswirken. Gleichzeitig ist der Indikator für Kreditbeschränkungen in den letzten Jahren leicht zurückgegangen – und damit auch der negative Einfluss auf die Investitionen. Analog dazu zeigen andere Daten aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln, dass die Beschränkungen des Angebots an Bankkrediten allmählich weniger werden und so zu einer Verbesserung der Verfügbarkeit von bankbasierten Finanzierungsmitteln (Buch- und Überziehungskrediten) geführt haben (siehe Abbildung C).

Abbildung C

Indikator für Kreditbeschränkungen und Verfügbarkeit bankseitig gewährter Buch- und Überziehungskredite

(vorangegangener Sechsmonatszeitraum; linke Skala: Anteil der Umfrageteilnehmer in %; rechte Skala: prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln.

Anmerkung: Grundlage für die linke Skala bilden alle Unternehmen, während sich die rechte Skala auf Unternehmen bezieht, für die das jeweilige Instrument (Buch- oder Überziehungskredit) relevant ist.

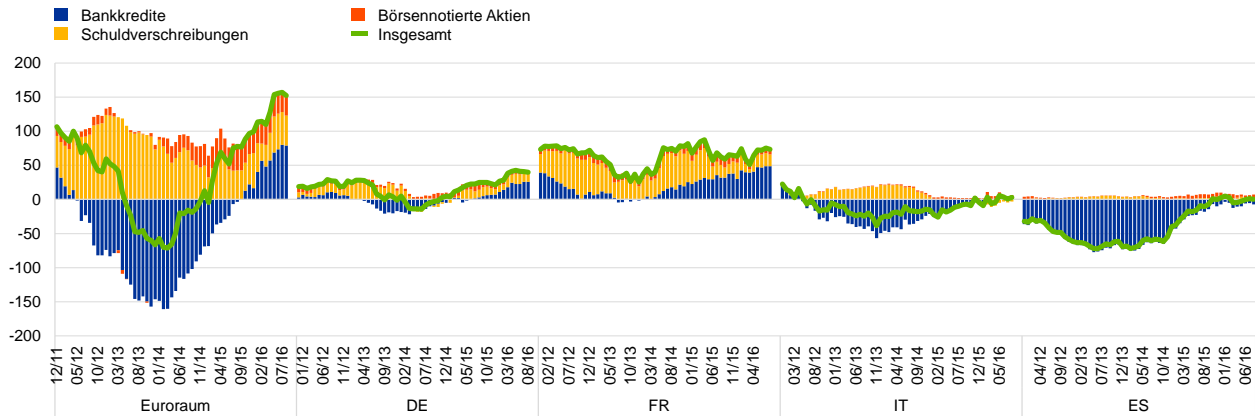
Gefördert werden dürften die Unternehmensinvestitionen auch durch die zunehmenden Rückgriffsmöglichkeiten auf Außenfinanzierungsquellen, denn die entsprechenden Kosten sind gesunken und es bestehen weniger Kreditangebotsbeschränkungen. Die jährlichen bank- und marktbasieren

Finanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum haben in den letzten Quartalen weiter zugenommen und wieder ein Niveau erreicht, das mit dem Stand im Herbst 2011 vergleichbar ist (siehe Abbildung 16). Insgesamt wurde die Erholung der Außenfinanzierung durch die konjunkturelle Belebung, die erneut rückläufigen Kosten für Bankkredite und für die marktbasierende Fremdfinanzierung, die Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken sowie eine größere Zahl von Fusionen und Übernahmen gestützt. Zugleich ist der Bedarf der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften an externen Finanzierungsmitteln aufgrund eines Rekordbestands an liquiden Mitteln (d. h. Bargeld und Einlagen) gesunken.

Abbildung 16

Bankkreditaufnahme sowie Emission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in Mrd €, Zwölfmonatsstromgrößen)

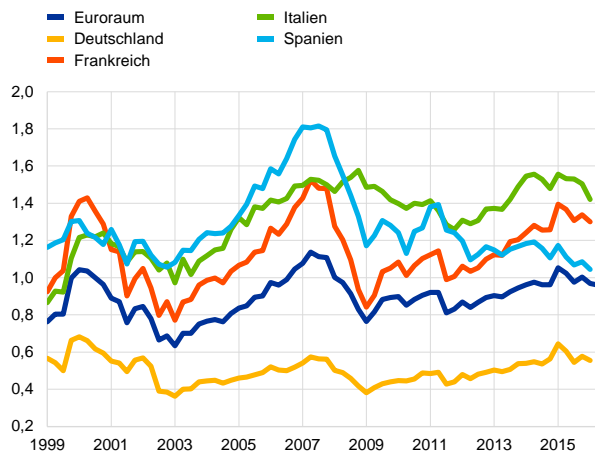


Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2016.

Abbildung 17

Verhältnis von Eigenkapital zu Reinvermögen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Verhältnis)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Das Reinvermögen wird zum Buchwert angegeben und berechnet, indem vom Gesamtwert der gehaltenen Aktiva (Summe der finanziellen und nichtfinanziellen Vermögenswerte) der Bestand an Schuldverbindlichkeiten (Passiva insgesamt minus begebener Anteilsrechte) abgezogen wird. Die Daten zu den nichtfinanziellen Vermögenswerten in Spanien basieren auf EZB-Schätzungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016 für den Euroraum insgesamt und auf das erste Quartal 2016 für die ausgewählten Euro-Länder.

Die Messgrößen des Kapitalgrenzwerts (Tobins Quotient oder Tobin's q) sind gegenüber ihrem Stand nach der Insolvenz von Lehman Brothers und ihrem Niveau von Mitte 2012 deutlich gestiegen

(siehe Abbildung 17).¹⁷ Dies deutet darauf hin, dass die Anreize für Kapitalanlagen zugenommen haben. Zwar sind die genannten Messgrößen seit Anfang 2015 wieder etwas zurückgegangen, sie liegen aber immer noch deutlich über den Werten, die nach der Lehman-Insolvenz sowie Mitte 2012 verzeichnet wurden, und dürften die Unternehmensinvestitionen weiterhin stützen. Dies wird durch die Ergebnisse eines VAR-Modells bestätigt, das folgende Variablen umfasst: die realen Unternehmensinvestitionen, den realen Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die Unternehmensanleihe-spreads und Tobin's q. Aus dem Modell geht hervor, dass das Wachstum der Unternehmensinvestitionen seit Anfang 2014 zunehmend durch Schocks, die sich aus Tobin's q ergaben, getragen wurde.¹⁸ Grund hierfür ist der positive Einfluss der Geldpolitik, der die gesamtwirtschaftlichen Risiken und somit auch das Unternehmensausfallrisiko in einem unsicheren Umfeld

¹⁷ Tobins Quotient oder Tobin's q wird definiert als das Verhältnis von Eigenkapital zu Reinvermögen, wobei das Eigenkapital zum Marktwert und das Reinvermögen zum Buchwert berechnet wird.

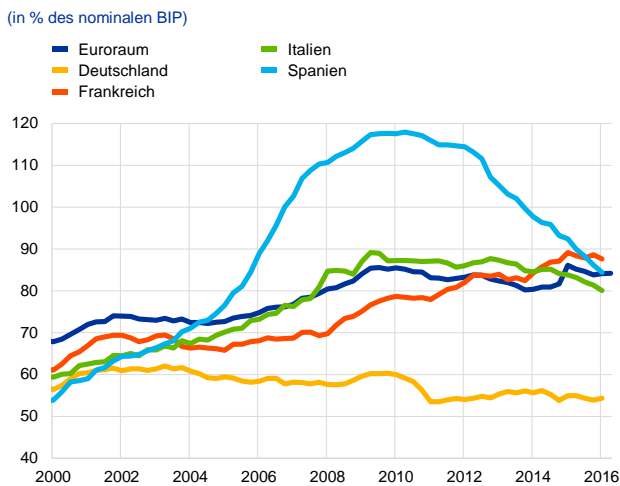
¹⁸ Eine Beurteilung der Frage, welche Auswirkungen die Verwendung der b-Messgröße von Tobins Quotient (statt des Verhältnisses von Eigenkapital zu Reinvermögen) auf das Wachstum der Unternehmensinvestitionen in den Vereinigten Staaten in einem ähnlichen Rahmen hat, findet sich in: T. Philippon, The Bond Market's q, in: The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Bd. 124(3), 2009, S. 1011-1056.

gemindert und sich in der Folge in höheren Unternehmensaktienkursen und Verbesserungen der Messgrößen von Tobin's q bemerkbar gemacht hat. Erkennbar wird der Rückgang des Makro- und des Ausfallrisikos an der zu beobachtenden rückläufigen Ausfallwahrscheinlichkeit börsennotierter Unternehmen im Eurogebiet sowie der Entwicklung der Spreads von Unternehmensanleihen nach Anfang 2009 und abermals nach Mitte 2012. In den letzten Quartalen hat der positive Beitrag der aus Tobin's q resultierenden Schocks abgenommen, nachdem im ersten Halbjahr 2016 ein Rückgang der Aktienkurse und eine allmähliche Verstärkung des Wachstums der Fremdfinanzierung zu beobachten war.

Die durchschnittliche Bruttoschuldenquote der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet liegt nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau und könnte dadurch die Investitionsentscheidungen belasten (siehe Abbildung 18). Mittelfristig betrachtet könnte der in einer Reihe von Ländern vorherrschende hohe Bruttoschuldenstand in Verbindung mit möglicherweise steigenden Zinssätzen einen weiteren Schuldenabbau erforderlich machen, da ein Großteil der Unternehmensverschuldung variabel verzinst wird. Indessen hat sich unter den größten Euro-Ländern die Bruttoschuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Spanien seit Mitte 2012 deutlich verringert; sie entspricht nun dem durchschnittlichen Niveau im Euroraum. Begünstigt wird diese Entwicklung durch erhebliche Forderungsverzichte und Nettotilgungen von Bankdarlehen. Bei gravierenden finanziellen Schieflagen – d. h. bei hohen Schuldenständen und einer zugleich als groß eingeschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit – tendieren nichtfinanzielle Unternehmen dazu, ihre Investitionsausgaben deutlich zu verringern. Im aktuellen Umfeld allerdings dürften die Rekordbestände an liquiden Aktiva und die historisch niedrige Schuldendienstlast die möglichen negativen Auswirkungen hoher Schuldenstände auf die Wirtschaft abmildern (siehe Abbildung 19).

Abbildung 18

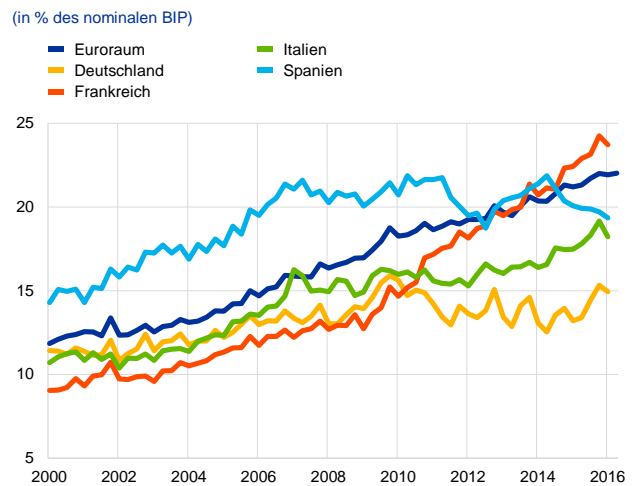
Konsolidierte Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Verschuldung entspricht der Gesamtkreditaufnahme abzüglich Krediten zwischen verbundenen Unternehmen, begebenen Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016 für den Euroraum insgesamt und auf das erste Quartal 2016 für die ausgewählten Euro-Länder.

Abbildung 19

Kassenbestände der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zum Kassenbestand zählen Bargeld und Einlagen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2016 für den Euroraum insgesamt und auf das erste Quartal 2016 für die ausgewählten Euro-Länder.

In Kasten 4 wird ein Modellierungsansatz vorgestellt, der die Einflussfaktoren des Investitionswachstums zusammenführt.

Kasten 4

Analyse der Bestimmungsfaktoren von Unternehmensinvestitionen anhand eines VAR-Modells

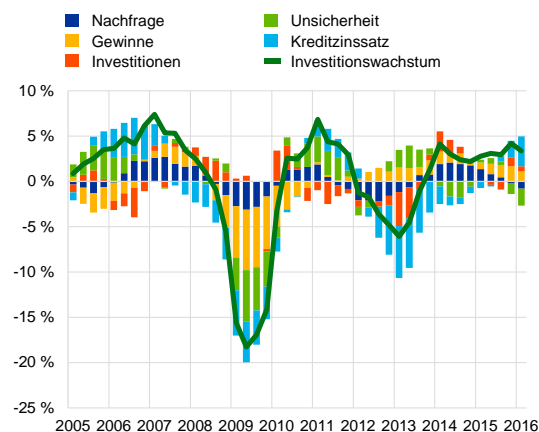
Zusätzliche Erkenntnisse über den Einfluss verschiedener Faktoren auf die Entwicklung der Investitionen lassen sich mithilfe eines Modells gewinnen, das die wichtigsten Faktoren zusammenführt. Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse eines VAR-Modells zu den Bestimmungsgrößen der Unternehmensinvestitionen (wie etwa realwirtschaftliche Einflussgrößen und Unsicherheit) dargelegt.¹⁹ Während die jüngste Erholung der Investitionstätigkeit den Ergebnissen zufolge durch realwirtschaftliche Faktoren begünstigt wurde, wird das Investitionswachstum nach wie vor durch Unsicherheit belastet. Im Rahmen des Modells bezeichnet der Begriff „Unternehmensinvestitionen“ das jährliche Wachstum der Gesamtinvestitionen abzüglich der Wohnungsbauinvestitionen und der interpolierten jährlichen staatlichen Investitionen (Angaben zu Letzteren stammen aus der AMECO-Datenbank). Die „Nachfrage“ stellt das um Unternehmensinvestitionen bereinigte BIP dar, die „Gewinne“ beziehen sich auf das jährliche Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Bruttobetriebsüberschusses, und die „Investitionen“ stehen für investitionsspezifische Schocks. Unter „Kreditzinssatz“ sind die Kreditzinsen für nichtfinanzielle

¹⁹ Die Impuls-Antwort-Folgen der Investitionen auf die im VAR-Modell verwendeten Variablen zeigen, dass alle Variablen das erwartete Vorzeichen aufweisen und für verschiedene Zeiträume nach dem Schock signifikant sind.

Kapitalgesellschaften zu verstehen, und als Messgröße der „Unsicherheit“ dient der Index für die Finanzmarktvolatilität VIX. Die Schocks sind orthogonal und werden mittels der Choleski-Zerlegung identifiziert, bei der die Unsicherheit an erster Stelle steht.

Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Euroraum nach Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und Thomson Reuters Datastream.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2016.

Dem Modell zufolge sind für die aktuelle Erholung der Unternehmensinvestitionen im Euroraum das Gewinnwachstum und die steigende Nachfrage maßgeblich.

Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die Belebung der Investitionen mehreren Faktoren zuzuschreiben ist, die die Investitionstätigkeit zu unterschiedlichen Zeiten begünstigt haben. Einige andere Faktoren wirken sich hingegen nach wie vor negativ aus. Haupttriebfeder des Investitionswachstums ist offenbar der Anstieg der Gewinne (siehe Abbildung). Auch die anziehende Nachfrage, von der im Jahr 2013 noch rückläufige negative Beiträge und in der Folgezeit zunehmend positive Wachstumsimpulse ausgingen, kam den Unternehmensinvestitionen in der Erholungsphase zugute. Gestützt wurde die Erholung zeitweise auch

durch eine verringerte Unsicherheit und sinkende Zinssätze sowie durch die Auswirkungen des investitionspezifischen Schocks, wengleich die Unsicherheit in dieser Spezifikation die Investitionstätigkeit in jüngster Zeit wieder beeinträchtigt hat. Schätzungen dieser Art unterliegen einigen Einschränkungen, da sie von der Wahl der Daten und der Variablenkombination abhängig sind. Dennoch handelt es sich um eine nützliche Methode zur Beschreibung des zeitvariablen Einflusses verschiedener Faktoren und ihrer relativen Bedeutung während der Erholungsphase der Investitionen.

Die langfristigen Investitionsentscheidungen von Unternehmen werden durch verschiedene institutionelle und regulatorische Faktoren beeinflusst.

Mithilfe regulatorischer und institutioneller Faktoren lässt sich die allgemeine Attraktivität eines Landes für die Geschäftstätigkeit beschreiben; hierzu gehören die Arbeitsmarktinstitutionen, die Gütermarktregulierung, das Steuersystem, Umschuldungsmechanismen und Regelungen zur Vertragsdurchsetzung sowie die Gesamtqualität der öffentlichen Verwaltung und des Justizwesens.²⁰ Regulatorische Belastungen und mangelhaft arbeitende Behörden können sich nicht nur auf die gegenwärtigen Kosten von Investitionsprojekten auswirken, sondern auch die Unsicherheit bezüglich künftiger Einnahmen- und Ausgabenströme vergrößern.²¹

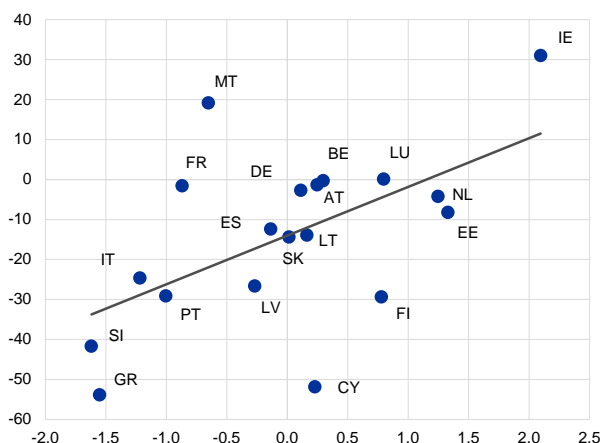
²⁰ Zur Bedeutung solider Institutionen für die Erhöhung der Widerstandskraft der Wirtschaft und somit für die Einflussnahme auf Investitionsentscheidungen siehe EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

²¹ Bloom et al. (2007) kommen zu dem Schluss, dass Faktoren, die eine Unumkehrbarkeit der Kapitalbildung verfestigen, dazu führen, dass Firmen tendenziell vorsichtiger handeln.

So kann die Gründung neuer Firmen durch Zugangsbeschränkungen etwa aufgrund schwerfälliger Genehmigungsverfahren beeinträchtigt werden. Außerdem können Verwaltungsverfahren den Zeitplan des Genehmigungsprozesses und die erwarteten Investitionskosten erheblich beeinflussen. Darüber hinaus können sehr starre arbeitsrechtliche Bestimmungen, die einem optimalen Einsatz der Arbeitskräfte im Wege stehen, innovativere und risikoreiche Investitionen vereiteln, die erwarteten Projektkosten nach oben treiben und die Fähigkeit, die Produktionsleistung eines Unternehmens umzuverteilen und anzupassen, herabsetzen. Firmenentscheidungen hängen auch sehr stark davon ab, wie leicht sich Kapitalpläne wieder umkehren lassen. Eine effiziente Justiz und wirksame Umschuldungsmechanismen verbessern daher die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft zusätzlich, denn sie fördern wirtschaftliche Rahmenbedingungen, durch die die Umverteilung von Kapital im Falle eines unprofitablen Investitionsprojekts vereinfacht wird.

Abbildung 20
Institutionelle Merkmale und Entwicklung der Unternehmensinvestitionen

(x-Achse: standardisierter Index of Economic Freedom (2008);
y-Achse: Wachstum der Unternehmensinvestitionen (2008-2014))



Quellen: Heritage Foundation (Index of Economic Freedom) und Eurostat.
Anmerkung: Unternehmensinvestitionen werden definiert als private Investitionen ohne Wohnungsbauinvestitionen. Höhere Werte des Index of Economic Freedom weisen auf eine größere Marktfreiheit hin.

Trotz bedeutender Reformen in den letzten Jahren werden die Unternehmensinvestitionen immer noch durch verschiedene regulatorische und institutionelle Faktoren beeinträchtigt. In

Abbildung 20 wird das Verhältnis zwischen einem Index (Index of Economic Freedom der Heritage Foundation), der anhand von Rechtsstaatlichkeit, Größe des Staatsapparats sowie regulatorischer Effizienz und Öffnungsgrad der Volkswirtschaft im Jahr 2008 die allgemeine Wettbewerbsfähigkeit eines Landes an internationalen Märkten bemisst, und dem Anlageerfolg fünf Jahre später dargestellt. Die Abbildung zeigt, dass eine eindeutige positive Korrelation zwischen einem unternehmensfreundlicheren Umfeld (höherer Wert des Freiheitsindex) und einem stärkeren Wachstum der Unternehmensinvestitionen über einen Zeitraum von fünf Jahren besteht.

Das oben analysierte Zusammenspiel von regulatorischen und institutionellen Faktoren mit anderen Bestimmungsgrößen kann zu nichtlinearen Effekten auf die Unternehmensinvestitionen führen

(siehe Kasten 5). Ein Beispiel hierfür ist die in einigen Euro-Ländern zu beobachtende Wechselwirkung zwischen hoher Unternehmensverschuldung und ineffizientem Umschuldungsrahmen, die den Prozess des Schuldenabbaus verlangsamen und so zur Aufschiebung neuer Investitionsprojekte führen kann.

Kasten 5

Investitionswachstum und Strukturreformen

Im vorliegenden Kasten wird der Zusammenhang zwischen länderspezifischen Strukturmerkmalen und der Entwicklung der Unternehmensinvestitionen betrachtet. Auf der Grundlage der in Kasten 3 dargelegten Ergebnisse aus der Unternehmensbefragung soll mithilfe der hier beschriebenen Analyse die Bedeutung struktureller Variablen für Investitionsentscheidungen auf der makroökonomischen Ebene untersucht werden. Anhand der für zehn Euro-Länder verfügbaren Angaben werden für den Zeitraum von 2002 bis 2014 Schätzungen mithilfe eines Paneldatenmodells angestellt, das die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen mit einer Reihe von Makro- und Strukturvariablen verknüpft.

Wirkung von Strukturreformen

Abhängige Variable: Wachstum der realen Unternehmensinvestitionen	Modell (1)	Modell (2)
Reales BIP-Wachstum (t-1)	0,665*** (0,180)	0,621*** (0,178)
Realer Langfristzins (t-1)	-0,246 (0,157)	-0,197 (0,154)
Unsicherheit (t-1)	-0,584** (0,229)	-0,614*** (0,229)
Kreditbeschränkungen (BLS)	-0,027** (0,011)	-0,026** (0,011)
Verschuldungszyklus (t-1)	-0,151*** (0,048)	-0,073 (0,051)
Doing-Business-Indikator (DBI)	0,316** (0,151)	0,158 (0,157)
DBI * Verschuldungszyklus (t-1)		-0,354*** (0,132)
Konstante	1,115** -0,443	1,125** -0,435
Beobachtungen	490	490
R-Quadrat	0,25	0,26

Quellen: EZB, Eurostat und Weltbank.

Anmerkung: Robuste Standardfehler in Klammern; Signifikanzniveaus: *** für p-Wert < 0,01, ** für p-Wert < 0,05 und * für p-Wert < 0,1. Der reale Langfristzins bezieht sich auf den Realzinssatz bei Laufzeiten von mehr als einem Jahr. Unsicherheit ist definiert als die Quadratwurzel der mittleren quadratischen täglichen Aktienrenditen des nationalen Aktienindex. Der Verschuldungszyklus basiert auf einem HP-Filter.

Zur Erklärung der Investitionsentwicklung bei den Unternehmen haben sich regulatorische und institutionelle Indikatoren als signifikant herausgestellt.

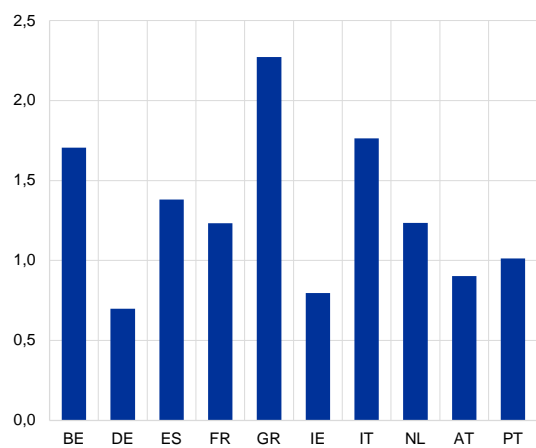
In der Tabelle sind die Ergebnisse des empirischen Paneldatenschätzmodells ausgewiesen, wobei das Wachstum der realen Unternehmensinvestitionen die abhängige Variable darstellt; als erklärende Variablen dienen das reale BIP-Wachstum, der reale Langfristkreditzins, eine auf der Aktienkursvolatilität beruhende Messgröße der Unsicherheit, ein auf der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet („Bank Lending Survey“ – BLS) beruhender Indikator der Kreditangebotsbeschränkungen, die zyklische Komponente der am Gesamtvermögen gemessenen Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften als Maß für einen zu hohen Verschuldungsgrad (Verschuldungszyklus) sowie der von der Weltbank veröffentlichte Doing-Business-Indikator als Messgröße für das Geschäftsumfeld.²² Spalte (1) zeigt, dass sich ein stärkerer Zuwachs des realen BIP und ein unternehmensfreundlicheres Umfeld positiv,

²² Die Schätzergebnisse und wirtschaftlichen Implikationen sind robust gegenüber der Wahl anderer struktureller Indikatoren wie etwa des Index of Economic Freedom der Heritage Foundation, des Employment Protection Index der OECD oder des Insolvency Framework Index der Weltbank. Alle Variablen bis auf die strukturellen Indikatoren und den Indikator der Umfrage zum Kreditgeschäft weisen eine zeitliche Verzögerung auf.

eine höhere Unsicherheit, restriktivere Kreditangebotsbedingungen sowie eine übermäßige Verschuldung hingegen tendenziell dämpfend auf das Wachstum der Unternehmensinvestitionen auswirken.²³

Aus den Modellschätzungen geht hervor, dass das Zusammenwirken von strukturellen und bestimmten konjunkturellen Faktoren die Dynamik der Unternehmensinvestitionen in Krisenzeiten verschärfen kann. Dieser Effekt lässt sich durch Einfügen eines Interaktionsterms zwischen der übermäßigen Verschuldung und dem Indikator des Geschäftsumfelds erfassen (siehe Spalte (2) in der Tabelle). Der zusätzliche Interaktionsterm ist signifikant und deutet darauf hin, dass die Wechselwirkungen zwischen Ländern mit übermäßig verschuldeten Unternehmen und einem schwächeren Geschäftsumfeld das Wachstum der Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen würden.

Wirkung struktureller Faktoren



Quellen: EZB, Eurostat und Weltbank.
Anmerkung: Dargestellt ist der in Prozentpunkten ausgedrückte jährliche Effekt auf das Wachstum der Unternehmensinvestitionen, der sich ergibt, wenn die Differenz zwischen dem jeweiligen länderspezifischen Indikator und dem Wert der drei im Doing-Business-Indikator der Weltbank am besten abschneidenden OECD-Länder um 50 % verringert wird.

Ein unternehmensfreundlicheres Umfeld kann das Wachstum der Unternehmensinvestitionen deutlich erhöhen.

Anhand des empirischen Modells lässt sich der Einfluss von Ländern, die ihre Position im Doing-Business-Indikator der Weltbank gegenüber den drei am besten abschneidenden OECD-Ländern verbessern wollen, simulieren. Die Abbildung zeigt, dass entsprechende Reformanstrengungen im Schnitt zu einer Wachstumszunahme bei den Unternehmensinvestitionen in Höhe von rund 1 Prozentpunkt pro Jahr führen würden, wobei die stärksten Zuwächse in den Ländern erzielt würden, die am weitesten von den Best Practices innerhalb der OECD entfernt sind. Diese Ergebnisse decken sich zwar mit der vorliegenden empirischen Evidenz dafür, dass die Qualität der Institutionen im Hinblick

auf Kapitalbildung, Produktivität und Wachstum von Bedeutung ist.²⁴ Dennoch sollten sie mit Vorsicht interpretiert werden, da es sich nur um eine partielle Gleichgewichtsanalyse handelt, der zugrunde gelegte Zeitraum recht begrenzt ist, die zur Messung der Unsicherheit herangezogenen Näherungswerte lediglich auf der Aktienkursvolatilität beruhen und beim Verschuldungszyklus ein HP-Filter verwendet wurde.

²³ Ohne den Faktor Unsicherheit erweist sich der Kreditzinssatz bei einer Panelregression als signifikant. Nach Berücksichtigung der Unsicherheit verliert der Zinssatz in unserer der Schätzung zugrunde liegenden Stichprobe an Signifikanz.

²⁴ Siehe A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti und F. Schiantarelli, Regulation and Investment, in: Journal of the European Economic Association, 3(4), 2005, S. 791-825.

Strukturpolitische Maßnahmen zur Förderung von Investitionen

Es existiert ein breites Spektrum an strukturpolitischen Maßnahmen, von denen angenommen wird, dass sie die Investitionstätigkeit steigern. Diese Maßnahmen zielen generell auf eine Verbesserung des regulatorischen Umfelds und der Kreditkonditionen ab, und zwar durch den Abbau von Markteintrittsbarrieren und eine Erhöhung der allgemeinen Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte. Investitionsfördernde Maßnahmen dürften über viele Kanäle Einfluss auf die Investitionstätigkeit ausüben, etwa indem sie sich auf die Kosten für die Anpassung des Kapitalstocks der Unternehmen auswirken, die Ausweitung der Produktionskapazität erleichtern, für eine Anpassung der Kapitalverzinsung und eine höhere Bereitstellung von Krediten an die Wirtschaft sorgen, den Verwaltungsaufwand reduzieren, die Erwartungen und das Vertrauen steuern und somit die Unsicherheit verringern. Zwar haben seit 2011 viele Euro-Länder verschiedene investitionsfördernde Reformen auf den Weg gebracht, doch hat sich das Tempo der Umsetzung in den letzten Jahren deutlich verlangsamt.²⁵

Maßnahmen, die den Wettbewerb fördern, den Verwaltungsaufwand senken und unternehmensfreundliche Regelungen begünstigen, wirken sich positiv auf die Investitionstätigkeit aus. Dabei scheinen drei Arten von Maßnahmen besonders bedeutsam zu sein: a) Reformen zur Verbesserung der Markteffizienz und der Strukturen der Unternehmenssteuerung (auch von staatlichen Unternehmen), die die Bereitstellung von Waren und Dienstleistungen in bestimmten Marktsegmenten verändern können,²⁶ b) Reformen von Genehmigungs- und Verwaltungsverfahren, durch die sich die Belastungen bei Firmenneugründungen insbesondere für ausländische Investoren verringern, und c) Reformen zum Abbau und zur Beseitigung von Zugangsbeschränkungen, wobei der Fokus auf dem Dienstleistungssektor (einschließlich freiberuflicher Dienstleistungen und Netzwerkindustrien) liegt. Da der Prozess des Schuldenabbaus in den Ländern des Euro-Währungsgebiets immer noch im Gange ist, besteht eine Möglichkeit zur Belebung der Unternehmensinvestitionen darin, politische Maßnahmen umzusetzen, die der Gründung neuer Firmen und der Realisierung neuer Investitionsprojekte zuträglich sind. Dies würde auch zu einer sektoralen Verlagerung weg von krisengeschüttelten Sektoren hin zu produktiveren und innovativeren Industriezweigen beitragen. Solche Maßnahmen sind besonders wichtig, um den europäischen Binnenmarkt zu fördern und damit die positiven Übertragungseffekte auf die Investitionen zu verstärken, die von den integrierteren und leistungsstarken Volkswirtschaften ausgehen. In den genannten Bereichen ist das Reformtempo in den vergangenen Jahren gemessen am länderspezifischen Bedarf und dem übergeordneten Ziel einer Verbesserung der Wirtschaftsintegration innerhalb des Binnenmarktes recht verhalten geblieben. Die Bedeutung dieser Reformen wurde

²⁵ Einzelheiten zum geringen Umsetzungsgrad von Gütermarktreformen finden sich in: EZB, Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2016 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2015, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

²⁶ Die Unternehmenssteuerung kann die Bilanzstruktur eines Unternehmens und dessen Abhängigkeit von Außenfinanzierungsquellen sowie seine Risikobereitschaft prägen. Diese Faktoren haben erhebliche Auswirkungen auf den Aufbau von Sachanlagen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (siehe beispielsweise L. Zingales, Corporate Governance, in: P. Newman (Hrg.) The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, 1998).

auch im Zusammenhang mit den länderspezifischen Empfehlungen 2016 hervorgehoben; hier hat die Europäische Kommission die Zahl der Empfehlungen, die sich mit der Notwendigkeit ordnungspolitischer Maßnahmen zur Förderung der Investitionstätigkeit befassen, beträchtlich erhöht.²⁷

Eine hohe Effizienz und Flexibilität der Arbeitsmärkte trägt ebenfalls zu einem stärkeren Investitionswachstum bei.²⁸ Bei Reformen des Arbeitsmarktes sollte ein umfassender Ansatz Maßnahmen enthalten, die eine Umverteilung Arbeitsloser aus den von der Wirtschaftskrise betroffenen Sektoren fördern, die negativen Auswirkungen der Minderung der Qualifizierung von Arbeitskräften beschränken und Hysterese-Effekte auf die Entwicklung der Langzeitarbeitslosigkeit verhindern können. Eine größere Arbeitsmarktflexibilität kann auch innovativere Investitionsprojekte begünstigen, denn diese sind tendenziell risikoreicher und erfordern in der Regel mehr Stellenverlagerungen. In den anfälligsten Ländern des Euroraums wurden in jüngster Zeit umfangreiche Arbeitsmarktreformen durchgeführt, deren Auswirkungen kontinuierlich überwacht werden müssen.

Maßnahmen, die den hohen Verschuldungsgrad bekämpfen und gegen das Fehlen eines effizienten Umschuldungsrahmens vorgehen, sind von besonderer Bedeutung, um in einigen Euro-Ländern für ein besseres Investitionsklima zu sorgen. Ein wirksames System, das eine Restrukturierung verschuldeter Unternehmen ermöglicht (z. B. durch Vereinfachung außergerichtlicher Vergleiche, zeitliche Verkürzung von Insolvenzverfahren und Erleichterung der Zwangsenteignung von Sicherheiten) und einer plötzlichen Zunahme notleidender Kredite entgegenwirkt, kann einen positiven Beitrag zur Erholung leisten. Solche Maßnahmen würden die Verkrustungen und die Komplexität der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verringern und die Umverteilung von Firmen zugunsten innovativerer und produktiverer Sektoren fördern. Eine verbesserte institutionelle Infrastruktur und unterstützende regulatorische Maßnahmen für den Bankensektor könnten weitere Anreize für Schuldner und Gläubiger schaffen, Umschuldungen durchzuführen. Maßnahmen zur einfacheren Übertragung notleidender Kredite auf neue Eigentümer würden zudem zur Sanierung der Bankbilanzen beitragen (z. B. durch Förderung eines Marktes für die Verbriefung notleidender Kredite). Dies würde die Fähigkeit des Bankensektors zur Bereitstellung von Krediten an die Volkswirtschaft verbessern, denn die Bankbilanzen würden gestärkt und zugleich würde es finanziell angeschlagenen, aber existenzfähigen Kreditnehmern ermöglicht, neue Kredite aufzunehmen. In den letzten Jahren haben einige Länder ihre Rechtsvorschriften für die Umschuldung zwar modernisiert, doch sind weitere Anstrengungen erforderlich, um die neuen Vorschriften effektiver zu gestalten und die Harmonisierung zwischen den europäischen Ländern zu verbessern.

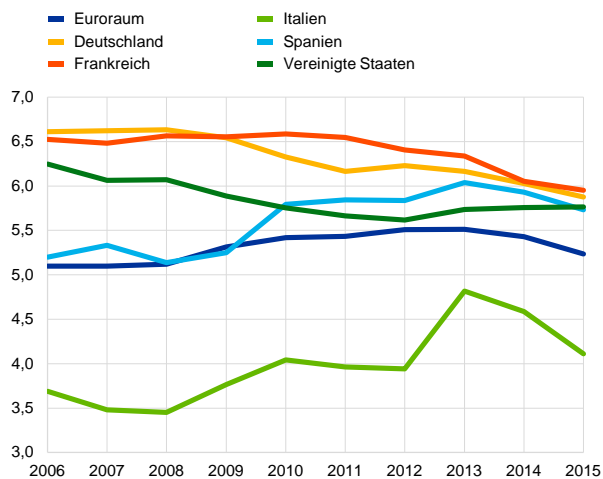
²⁷ Siehe EZB, Länderspezifische Empfehlungen 2016, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

²⁸ Siehe EZB, Was sind die Gründe für die geringen Investitionen im Euro-Währungsgebiet? Ergebnisse einer Umfrage unter großen Unternehmen im Euroraum, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

Abbildung 21

Qualität der Infrastruktur im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und in den größten Euro-Ländern

(Skala von 1 bis 7; höhere Werte zeigen eine bessere Infrastruktur an)



Quelle: Global Competitiveness Report Survey des Weltwirtschaftsforums.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2015.

Schließlich können auch gezielte und wirksame Investitionen in die Infrastruktur die Investitionstätigkeit der Unternehmen begünstigen.

In zahlreichen empirischen Untersuchungen wurde Anfang der 1990er-Jahre die Bedeutung der physischen Infrastruktur als Bestimmungsgröße des Wirtschaftswachstums hervorgehoben (siehe beispielsweise Easterly und Rebelo)²⁹. Investitionen in die Infrastruktur verbessern die Produktivität des privaten Kapitals, indem sie die Rendite erhöhen und weitere Investitionen fördern. Das Vorhandensein einer hochwertigen physischen Infrastruktur ist auch für multinationale Unternehmen bei ihren Überlegungen zur Standortwahl ausländischer Direktinvestitionen von Belang. Investitionen in die Infrastruktur werden im Allgemeinen von der öffentlichen Hand, von öffentlich-privaten Partnerschaften oder von privaten Firmen unter staatlicher Aufsicht getätigt, da bei dieser Investitionsart tendenziell erhebliche Vorlaufkosten entstehen, wohingegen die Zeiträume für die

Generierung von Gewinnen bzw. Renditen äußerst lang sind. Diese Langlebigkeit (und die damit verbundene Schwierigkeit, angemessene Renditen über einen so langen Zeithorizont zu bestimmen) kann eine Herausforderung für eine Finanzierung und Bereitstellung durch Privatunternehmen darstellen. Bei der Entscheidung, welche Infrastrukturprojekte in Angriff genommen werden sollen, muss der Staat den breiteren gesellschaftlichen Nutzen sorgfältig gegen die Finanzierungskosten und die Konsequenzen für den Staatshaushalt abwägen. In einigen Euro-Ländern kam es in den vergangenen Jahren zu einem erheblichen Rückgang der Investitionstätigkeit der öffentlichen Hand, während andere in den letzten 15 Jahren durchgehend ein recht niedriges Niveau verzeichneten.³⁰ Zugleich hat sich die Qualität der vorhandenen Infrastruktur verschlechtert (siehe Abbildung 21). Mit dem Ziel, eine umfassende Strategie zur Ankurbelung der Investitionstätigkeit zu implementieren und neue Arbeitsplätze in Europa zu schaffen, wurde im November 2014 die Investitionsoffensive der EU lanciert,³¹ die vom im Juni 2015 gegründeten Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFSI) finanziert wird.³² Bis August 2016 hatte der EFSI ein Drittel des vorgesehenen Investitionsvolumens ausgelöst,³³ das sowohl für kleine und mittlere Unternehmen als auch für größere Projekte vorgesehen ist. Längerfristig betrachtet können die Auswirkungen

²⁹ W. Easterly und S. Rebelo, Fiscal policy and economic growth: an empirical investigation, in: Journal of Monetary Economics, 32(3), 1993, S. 417-458.

³⁰ Siehe EZB, Öffentliche Investitionen in Europa, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

³¹ Siehe EZB, Die Investitionsoffensive für Europa („Juncker-Plan“), Kasten 1, in: Öffentliche Investitionen in Europa, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

³² Siehe EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

³³ Der ursprünglichen Annahme zufolge sollen durch die EU-Investitionsoffensive rund 315 Mrd € für die Finanzierung zusätzlicher Investitionsprojekte mobilisiert werden. Ein anschließender Vorschlag der Europäischen Kommission zielt darauf ab, die aktuellen Finanzierungsmittel des EFSI auf 500 Mrd € aufzustocken und seine Tätigkeit bis 2020 zu verlängern.

der Investitionsoffensive beträchtlich sein, vorausgesetzt, dass die Investitionsprojekte auf Basis ihrer produktivitätssteigernden Effekte ausgewählt und effizient umgesetzt werden.

Schlussbemerkungen

In den vergangenen Jahren haben sich die investitionsfördernden konjunkturellen und strukturellen Faktoren verbessert. Zu verdanken ist diese seit 2013 zu verzeichnende Erholung den günstigeren Nachfragebedingungen und der sich aufhellenden Ertragslage sowie in einigen Euro-Ländern auch den großen Fortschritten beim Schuldenabbau und den besseren Finanzierungsverhältnissen.

In den kommenden Jahren dürften die Unternehmensinvestitionen weiterhin durch die günstigeren konjunkturellen Faktoren unterstützt werden, wohingegen das niedrigere zugrunde liegende Wachstumspotenzial und die noch verbleibenden erhöhten Schuldenstände Investitionsentscheidungen behindern könnten. Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass die Unternehmensinvestitionen weiter wachsen. Die sich erholende Nachfrage, die akkommodierende Geldpolitik und verbesserten Finanzierungsbedingungen sollten der Investitionstätigkeit Auftrieb verleihen. Steigende Gewinne und die Notwendigkeit, den Kapitalstock nach Jahren verhaltener Anlageinvestitionen zu ersetzen, dürften die Gesamtinvestitionen im weiteren Verlauf ebenfalls stützen. Gedämpft werden könnte die Investitionstätigkeit hingegen durch das Erfordernis zum Schuldenabbau und die immer noch immer wenig geschäftsfreundlichen Rahmenbedingungen in einigen Ländern sowie die trüben Perspektiven für das Potenzialwachstum. Außerdem könnten die Unsicherheit im Zusammenhang mit den künftigen Beziehungen der Europäischen Union zum Vereinigten Königreich und deren mögliche Auswirkungen auf die Wirtschaft des Euroraums die Investitionsaussichten belasten.

Auch künftig wird die Strukturpolitik eine entscheidende Rolle bei der Förderung von Investitionen spielen. Maßnahmen, die das regulatorische Umfeld und den Wettbewerb an den Gütermärkten verbessern, die Arbeitsmarktflexibilität begünstigen sowie durch effektivere Insolvenzrahmenwerke den Schuldenabbau und das Kreditwachstum fördern, sind für eine langfristige Belebung der Unternehmensinvestitionen ebenfalls maßgeblich.

Statistik

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	1,7	1,9	1,4	7,8	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,1	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 Q4	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 Q1	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
Q2	0,7	0,4	0,7	0,2	1,8	0,3	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,4	2,1	-0,1
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,7	.	1,7	0,3
2016 April	.	.	.	.	.	.	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
Mai	.	.	.	.	.	.	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	-0,1
Juni	.	.	.	.	.	.	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
Juli	.	.	.	.	.	.	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
Aug.	.	.	.	.	.	.	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5	1,0	.	1,9	0,4

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 Statistiksistem 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.

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	3,3	-0,1	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,7	3,8	2,0
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,5	3,8	-1,6
2015 Q4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,4	1,0
2016 Q1	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,0
Q2	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,6	0,1	-1,1
Q3	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	.	.	.
2016 April	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,3	0,7	-2,6
Mai	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,6	-0,6	-2,2
Juni	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,6	0,1	-1,1
Juli	51,2	51,8	47,5	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,1	0,4	-0,1
Aug.	51,1	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	.	.	.
Sept.	51,4	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,5	51,4	50,2	.	.	.

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	0,32	0,09
2016 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
Juni	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
Juli	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
Aug.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Sept.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}					Euro-Währungs- gebiet ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 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
Juni	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
Juli	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
Aug.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Sept.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamt- index 1	Euro STOXX 50 2	Grund- stoffe 3	Verbrau- chernahe Dienstlei- stungen 4	Konsum- güter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanz- sektor 7	Industrie 8	Techno- logie 9	Versor- gungsun- ternehmen 10	Telekom- munikation 11	Gesund- heits- wesen 12	13	14
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016 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
Juni	312,2	2 910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2 083,9	16 068,8
Juli	312,8	2 919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2 148,9	16 168,3
Aug.	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Sept.	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Effektiver Zinssatz ³⁾	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung							
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren			Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 Sept.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,22	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	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
März	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11
April	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
Mai	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,02	2,06	2,12	2,37	2,02
Juni	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,94	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97
Juli	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,12	5,96	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Aug. ^(p)	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,77	5,42	6,02	6,38	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90

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 Sept.	0,17	0,26	1,00	3,18	3,23	3,51	2,89	2,04	2,25	2,21	1,55	1,87	2,17	2,23
Okt.	0,16	0,26	0,82	3,09	3,19	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,48	1,69	2,03	2,16
Nov.	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
Dez.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,10
2016 Jan.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10
Febr.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
März	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,39	1,74	1,77	2,05
April	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,91
Juni	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
Juli	0,09	0,16	0,42	2,71	2,72	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug. ^(p)	0,09	0,16	0,47	2,74	2,67	3,01	2,46	1,86	1,95	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83

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	
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	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2016 März	1 283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
April	1 285	519	126	.	78	495	68	352	155	36	.	33	82	46
Mai	1 296	530	123	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
Juni	1 276	525	122	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
Juli	1 272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
Aug.	1 275	526	126	.	70	484	70	302	138	36	.	24	77	26
Langfristig														
2013	15 112	4 403	3 091	.	921	6 069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15 131	4 045	3 164	.	994	6 285	642	221	65	44	.	16	85	10
2015	15 238	3 784	3 275	.	1 061	6 481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016 März	15 148	3 728	3 126	.	1 051	6 604	639	248	72	39	.	26	94	17
April	15 112	3 724	3 140	.	1 068	6 548	633	219	61	35	.	25	91	7
Mai	15 221	3 732	3 162	.	1 082	6 611	634	238	59	57	.	26	88	8
Juni	15 222	3 733	3 107	.	1 081	6 663	638	216	73	41	.	14	79	10
Juli	15 182	3 698	3 130	.	1 084	6 629	641	203	55	46	.	10	84	9
Aug.	15 167	3 692	3 125	.	1 082	6 628	640	98	32	17	.	2	42	5

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	16 366,9	4 886,1	3 215,2	.	987,4	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 449,2	4 587,9	3 293,3	.	1 052,1	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 499,2	4 301,2	3 415,3	.	1 121,6	6 959,3	701,9	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016 März	16 431,2	4 243,3	3 261,2	.	1 122,8	7 096,7	707,2	6 419,9	483,4	902,3	5 034,2
April	16 397,0	4 243,1	3 265,9	.	1 145,3	7 042,5	700,2	6 462,6	505,5	917,8	5 039,4
Mai	16 516,9	4 262,0	3 285,3	.	1 161,4	7 106,5	701,6	6 552,6	491,5	923,5	5 137,7
Juni	16 498,5	4 258,6	3 228,6	.	1 148,0	7 156,0	707,3	6 210,1	395,0	862,0	4 953,2
Juli	16 453,4	4 222,3	3 253,7	.	1 155,2	7 115,6	706,6	6 494,3	427,0	874,1	5 193,3
Aug.	16 442,0	4 217,7	3 250,5	.	1 152,3	7 112,0	709,5	6 539,3	444,7	881,3	5 213,2
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	5,1	.	4,8	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016 März	-1,0	-6,9	-1,0	.	2,9	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6
April	-1,0	-6,8	-0,3	.	3,7	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6
Mai	-0,7	-5,9	-0,7	.	4,8	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6
Juni	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,8	2,1	2,7	0,9	2,7	1,5	0,6
Juli	-0,2	-4,7	-1,2	.	4,4	2,2	2,8	0,9	2,8	1,5	0,6
Aug.	0,0	-4,6	-0,3	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,5	0,5

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	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8
2015 Q4	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3
2016 Q1	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1
Q2	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4
Q3	95,2	90,5	91,6	-	-	-	110,6	90,1
2016 April	94,8	90,1	91,4	-	-	-	110,6	90,2
Mai	95,1	90,5	91,6	-	-	-	111,1	90,7
Juni	94,7	90,2	91,3	-	-	-	110,5	90,3
Juli	94,9	90,4	91,4	-	-	-	110,2	89,9
Aug.	95,2	90,6	91,6	-	-	-	110,6	90,2
Sept.	95,4	90,7	91,7	-	-	-	110,9	90,3
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2016 Sept.	0,2	0,1	0,1	-	-	-	0,2	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2016 Sept.	1,6	1,2	1,1	-	-	-	1,1	0,2

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 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
Q2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
Q3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
2016 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
Juni	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
Juli	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
Aug.	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
Sept.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2016 Sept.	0,4	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,2	0,8	0,3	0,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016 Sept.	4,7	-1,2	-0,2	-0,2	-1,4	-15,3	2,4	16,5	0,6	1,8	0,1	-0,1

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 Q3	21 708,7	23 017,6	-1 308,9	9 437,3	7 778,0	6 851,3	10 159,9	-45,7	4 821,5	5 079,7	644,2	13 185,1
Q4	22 235,2	23 309,6	-1 074,4	9 815,1	8 079,3	7 175,3	10 303,2	-44,6	4 645,1	4 927,1	644,2	13 003,1
2016 Q1	22 100,0	23 183,1	-1 083,1	9 672,8	7 999,2	7 111,8	10 113,0	-21,8	4 661,9	5 070,9	675,3	13 234,3
Q2	22 550,0	23 431,9	-881,9	9 710,4	8 031,1	7 432,1	10 147,6	-54,9	4 740,5	5 253,2	721,8	13 331,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2016 Q2	212,5	220,8	-8,3	91,5	75,7	70,0	95,6	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,6
Transaktionen												
2015 Q3	117,7	22,8	94,9	146,2	130,0	27,8	-93,1	-0,8	-58,1	-14,0	2,7	-
Q4	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016 Q1	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
Q2	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
2016 Febr.	173,1	190,3	-17,2	68,5	25,7	48,2	25,9	13,2	42,2	138,8	1,1	-
März	-2,0	-38,8	36,7	25,8	8,9	50,6	52,0	-1,0	-78,5	-99,7	1,1	-
April	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
Mai	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
Juni	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
Juli	122,8	123,5	-0,8	15,8	-3,5	41,9	-10,9	6,1	59,9	138,0	-0,9	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2016 Juli	829,1	512,9	316,2	393,5	328,0	418,8	-69,5	29,5	-29,2	254,4	16,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2016 Juli	7,8	4,8	3,0	3,7	3,1	3,9	-0,7	0,3	-0,3	2,4	0,2	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag ¹⁾			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2013	9 938,2	9 607,0	5 561,7	2 093,9	1 951,3	1 005,1	571,1	370,2	0,1	331,2	4 373,9	4 042,7
2014	10 127,6	9 768,4	5 634,1	2 124,5	1 991,7	1 006,5	596,7	383,3	18,1	359,2	4 533,1	4 173,9
2015	10 454,6	9 976,3	5 741,1	2 163,8	2 069,1	1 024,3	632,6	406,7	2,3	478,3	4 826,5	4 348,2
2015 Q3	2 619,3	2 498,2	1 440,8	542,4	516,9	255,1	157,6	102,8	-2,0	121,1	1 210,4	1 089,3
Q4	2 643,3	2 521,8	1 447,0	546,1	526,8	259,5	163,6	102,3	1,9	121,5	1 214,6	1 093,0
2016 Q1	2 659,7	2 532,3	1 451,6	551,2	528,3	260,6	164,3	102,0	1,1	127,4	1 196,4	1 069,0
Q2	2 674,4	2 540,7	1 459,7	553,7	528,7	260,1	165,1	102,2	-1,3	133,8	1 209,9	1 076,1
In % des BIP												
2015	100,0	95,4	54,9	20,7	19,8	9,8	6,1	3,9	0,0	4,6	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2015 Q3	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,9	0,8	-	-	0,4	1,2
Q4	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,4	-1,3	-	-	0,7	1,4
2016 Q1	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	0,3	-0,2	-	-	0,0	-0,1
Q2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,6	0,1	-	-	1,1	0,4
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,5	-2,8	1,1	-	-	2,2	1,5
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,7	4,3	3,0	-	-	4,4	4,8
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,2	5,1	5,0	-	-	6,3	6,3
2015 Q3	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	1,0	3,5	6,0	-	-	5,7	5,9
Q4	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	2,1	6,1	4,2	-	-	4,8	5,8
2016 Q1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,8	5,0	0,5	-	-	2,3	3,2
Q2	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	1,7	5,3	-0,5	-	-	2,2	2,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2015 Q3	0,4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
Q4	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 Q1	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
Q2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,1	1,1	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2015 Q3	2,0	1,9	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
Q4	2,0	2,2	0,9	0,4	0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	-0,2	-	-
2016 Q1	1,7	1,9	1,0	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
Q2	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,2	-	-

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
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2013	8 933,9	156,5	1 736,6	459,1	1 680,3	409,1	445,7	1 035,5	945,7	1 748,8	316,5	1 004,3
2014	9 094,9	150,3	1 768,0	462,7	1 719,1	415,3	459,4	1 047,2	971,2	1 778,7	323,0	1 032,7
2015	9 383,2	149,7	1 868,4	470,4	1 781,2	429,1	455,6	1 068,8	1 011,8	1 817,9	330,3	1 071,4
2015 Q3	2 348,6	37,4	466,5	117,2	446,8	107,4	113,4	268,3	253,7	455,0	82,8	270,7
Q4	2 370,7	38,4	470,2	119,2	450,2	109,0	112,6	270,4	257,9	459,2	83,6	272,6
2016 Q1	2 386,9	36,8	473,4	121,1	454,1	109,8	113,0	271,4	260,1	462,5	84,6	272,8
Q2	2 400,0	36,9	472,7	121,6	457,4	110,6	111,8	273,9	264,3	465,9	85,0	274,4
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2015	100,0	1,6	19,9	5,0	19,0	4,6	4,9	11,4	10,8	19,4	3,5	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2015 Q3	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,8	-0,5	0,5	0,4	0,2	0,6	0,2
Q4	0,3	0,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6	1,3
2016 Q1	0,6	-0,4	0,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,1	1,0	0,5	0,8	0,1
Q2	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	0,8	0,2	0,2	0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2013	-0,2	3,1	-0,9	-3,5	-0,5	1,5	0,1	1,4	0,3	0,1	-1,0	-1,1
2014	1,1	1,2	2,0	-0,8	1,4	3,2	-1,2	0,9	1,7	0,5	0,9	0,8
2015	1,9	0,2	3,8	0,4	2,2	2,9	0,1	1,0	2,7	1,1	0,9	2,8
2015 Q3	1,9	-0,6	3,8	0,3	2,0	2,8	-0,5	1,0	2,6	1,1	0,8	3,0
Q4	1,9	1,0	3,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	1,2	2,6	1,1	1,3	3,1
2016 Q1	1,6	0,1	1,4	1,5	2,0	2,4	0,6	0,9	2,7	1,1	1,8	2,8
Q2	1,6	1,1	1,5	1,6	2,0	1,9	0,0	1,2	2,9	1,3	2,1	1,7
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2015 Q3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 Q1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	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	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,1	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 Q3	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q4	1,9	0,0	0,7	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q1	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
Q2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insge- samt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeit- nehmer	Selbst- ständige	Land- und Forst- wirtschaft, Fischerei	Verar- beitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energie- versorgung und Versor- gungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gastge- werbe/ Beher- bergung und Gas- tronomie	Informa- tion und Kommuni- kation	Finanz- und Versi- cherungs- dienst- leistungen	Grund- stücks- und Woh- nungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienst- leistungen	Öffentliche Verwaltung, Erzie- hung und Unterricht, Gesundheits- und Sozial- wesen	Kunst, Unter- haltung und sonstige Dienst- leistun- gen
	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	24,1	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,2	7,0
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,7	-0,6	-0,9	-1,7	-1,3	-4,0	-0,8	0,2	-1,2	-1,4	0,3	0,3	-0,3
2014	0,6	0,6	0,1	0,3	-0,2	-1,8	0,7	0,9	-1,0	0,7	1,9	0,9	0,5
2015	1,1	1,3	0,1	-0,1	0,3	0,1	1,2	1,0	-0,1	1,3	2,8	1,0	1,2
2015 Q3	1,1	1,3	0,0	0,0	0,5	-0,3	1,2	1,5	0,0	1,2	3,0	1,1	1,0
Q4	1,3	1,6	-0,2	0,0	0,4	-0,1	1,7	1,5	0,0	0,9	3,1	1,1	1,7
2016 Q1	1,4	1,8	-0,3	-0,3	0,7	0,0	1,8	2,5	0,3	1,5	3,3	1,1	1,7
Q2	1,4	1,7	0,0	0,3	0,6	-0,2	2,0	1,7	0,1	0,3	3,0	1,2	1,6
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,9	-2,8	-0,7	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,5	-1,1	0,3	-1,6	0,5	1,0	-1,0	0,4	2,0	1,1	0,1
2015	1,2	1,4	0,3	0,8	0,7	0,6	1,0	1,9	-0,3	1,6	3,0	1,1	0,8
2015 Q3	1,3	1,6	0,4	0,8	1,1	0,3	0,8	2,6	-0,5	2,0	3,6	1,3	0,9
Q4	1,3	1,5	0,3	1,1	0,6	0,7	1,4	1,8	0,1	-0,1	3,1	1,0	1,3
2016 Q1	1,7	2,0	0,4	1,3	1,2	0,7	1,9	3,2	0,6	0,7	3,9	1,0	0,9
Q2	1,6	1,8	0,7	0,9	1,1	0,2	2,1	2,0	0,7	0,3	3,5	1,0	1,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,3	-0,6	-1,4	-1,1	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,5	-1,4	0,5	0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,4	0,5	-0,3	0,9	-0,1	0,3	0,2	0,1	-0,3
2015 Q3	0,2	0,2	0,4	0,8	0,6	0,6	-0,4	1,1	-0,5	0,8	0,6	0,3	-0,1
Q4	0,0	-0,1	0,5	1,2	0,2	0,8	-0,3	0,3	0,1	-0,9	0,0	-0,1	-0,4
2016 Q1	0,2	0,2	0,7	1,6	0,5	0,6	0,1	0,6	0,3	-0,8	0,6	-0,1	-0,8
Q2	0,2	0,1	0,7	0,6	0,5	0,3	0,0	0,3	0,7	0,0	0,4	-0,2	0,1

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- beschäftigung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,359	4,6	19,227	12,0	5,9	15,628	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,634	11,6	6,1	15,214	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,701	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,151	22,3	9,261	10,7	8,190	11,0	1,5
2015 Q3	160,628	4,4	17,214	10,7	5,3	14,093	9,6	3,121	22,2	9,144	10,6	8,070	10,9	1,5
Q4	161,147	4,5	16,909	10,5	5,4	13,830	9,4	3,078	22,0	8,943	10,3	7,966	10,7	1,6
2016 Q1	161,013	4,5	16,635	10,3	5,2	13,621	9,2	3,014	21,5	8,726	10,0	7,909	10,6	1,7
Q2	161,849	4,5	16,356	10,1	5,1	13,389	9,1	2,967	21,0	8,493	9,8	7,863	10,5	1,7
2016 März	-	-	16,476	10,2	-	13,495	9,2	2,981	21,2	8,622	9,9	7,853	10,5	-
April	-	-	16,390	10,1	-	13,412	9,1	2,979	21,0	8,520	9,8	7,870	10,5	-
Mai	-	-	16,329	10,1	-	13,357	9,0	2,972	21,0	8,470	9,7	7,859	10,5	-
Juni	-	-	16,349	10,1	-	13,398	9,1	2,951	20,9	8,490	9,8	7,860	10,5	-
Juli	-	-	16,318	10,1	-	13,374	9,0	2,945	20,8	8,462	9,7	7,857	10,5	-
Aug.	-	-	16,326	10,1	-	13,399	9,0	2,927	20,7	8,449	9,7	7,877	10,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	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 %)				
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	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	4,9	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 Q4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	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	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
Q2	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
Q3	104,3	-2,9	.	-8,2	-15,7	0,4	10,4	.	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 April	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	89,0	51,7	52,6	53,1	53,0
Mai	104,6	-3,7	-	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1
Juni	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
Juli	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
Aug.	103,5	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
Sept.	104,9	-1,7	-	-8,2	-15,0	0,5	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6

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	
2013	12,5	95,4	-0,5	1,3	-4,9	0,7	-1,8	32,3	4,1	129,9	2,1	-0,1	0,9	
2014	12,5	94,7	0,7	1,9	0,6	2,7	1,2	33,0	4,8	130,5	2,1	6,5	1,2	
2015	12,5	94,0	1,8	2,1	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,0	3,8	2,6	2,2	
2015 Q3	12,4	94,2	1,7	2,0	2,1	2,6	2,0	34,4	6,0	133,3	3,1	0,1	1,9	
Q4	12,5	94,0	1,7	2,1	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,0	3,8	4,8	2,2	
2016 Q1	12,5	93,3	2,3	2,0	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,4	3,8	4,6	2,2	
Q2	.	.	2,5	2,3	6,1	3,2	3,9	33,9	6,6	132,6	3,7	5,0	2,1	

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettoszunahme 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 Unternehmensrechnungslegung entspricht.

4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 Q3	898,9	819,5	79,4	523,8	436,3	191,4	177,3	158,6	147,9	25,1	58,0	9,6	4,6
Q4	903,1	822,2	80,9	525,2	434,2	195,5	182,2	156,0	148,2	26,4	57,6	18,4	9,4
2016 Q1	877,5	790,1	87,4	515,9	424,8	194,1	176,2	143,2	133,0	24,4	56,2	9,8	11,1
Q2	882,1	787,3	94,8	519,6	419,3	190,1	179,0	147,4	138,4	24,9	50,6	7,0	6,6
2016 Febr.	292,2	265,2	27,0	170,5	142,5	65,4	59,0	48,4	44,6	8,0	19,1	3,5	2,6
März	292,5	260,0	32,5	173,5	140,3	64,2	57,5	46,5	43,4	8,3	18,9	3,7	3,8
April	294,7	259,9	34,8	173,6	139,5	63,4	59,6	49,4	43,8	8,3	17,0	2,5	2,0
Mai	295,0	261,9	33,1	171,9	139,7	64,0	60,1	50,6	45,7	8,5	16,4	1,8	2,2
Juni	292,4	265,5	26,9	174,2	140,1	62,7	59,3	47,4	48,9	8,1	17,2	2,8	2,4
Juli	287,4	266,4	21,0	168,8	142,4	63,3	58,3	47,5	44,1	7,9	21,6	2,0	1,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2016 Juli	3 546,7	3 208,8	337,9	2 075,9	1 710,3	770,3	713,5	599,7	560,5	100,8	224,5	43,3	32,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2016 Juli	33,5	30,3	3,2	19,6	16,1	7,3	6,7	5,7	5,3	1,0	2,1	0,4	0,3

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			
												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 Q3	4,5	0,9	502,9	232,8	105,2	153,3	424,5	444,7	252,8	71,0	112,8	318,7	50,4	
Q4	3,6	2,3	509,2	236,7	105,7	153,9	426,5	443,8	247,2	73,5	114,5	324,5	44,6	
2016 Q1	-0,9	-2,6	502,9	233,5	104,2	151,2	422,1	438,4	241,3	71,7	116,7	326,2	37,4	
Q2	-0,3	-4,1	502,1	230,9	105,3	153,2	432,4	429,5	235,7	70,7	114,7	324,1	42,1	
2016 Febr.	1,3	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,3	80,6	24,0	39,1	110,1	12,2	
März	-1,9	-8,0	168,4	77,3	36,0	50,2	141,0	144,0	79,1	24,2	38,6	106,5	12,7	
April	-0,9	-5,4	168,6	77,7	35,8	51,0	146,0	143,6	78,2	24,0	38,5	109,2	13,3	
Mai	2,0	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,8	141,9	78,4	22,7	38,2	106,1	14,3	
Juni	-1,7	-4,8	167,6	77,3	34,7	51,5	145,6	144,0	79,2	24,0	38,0	108,9	14,5	
Juli	-9,5	-8,3	166,3	77,1	33,3	50,3	134,7	145,5	80,0	23,1	38,6	104,1	14,5	
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>														
2015 Q3	1,2	3,0	116,4	111,7	119,3	122,8	117,2	105,9	105,4	106,2	106,5	108,2	98,7	
Q4	1,0	5,1	118,4	115,2	119,4	122,6	117,5	107,5	107,4	107,9	107,8	110,2	101,4	
2016 Q1	-0,9	2,4	118,5	116,1	117,6	121,8	117,0	110,0	111,0	106,0	109,9	111,2	110,8	
Q2	2,0	3,9	118,0	114,0	118,9	123,6	119,9	107,1	106,4	104,4	110,0	111,9	100,8	
2016 Jan.	-3,7	1,1	117,9	115,8	115,8	121,9	116,8	109,9	111,2	104,3	109,1	111,5	110,8	
Febr.	1,3	7,0	118,3	116,7	115,3	121,8	116,7	110,9	111,8	106,3	110,0	112,4	114,4	
März	-0,5	-0,5	119,3	115,6	121,8	121,6	117,6	109,0	109,9	107,4	110,5	109,9	107,2	
April	1,4	2,9	119,5	115,7	121,6	124,1	121,8	107,9	107,1	106,4	109,9	112,7	105,0	
Mai	4,9	7,1	117,1	113,0	117,7	122,6	117,3	106,5	106,3	101,1	110,5	110,1	101,7	
Juni	-0,2	1,9	117,3	113,3	117,4	124,0	120,6	106,8	105,8	105,5	109,7	112,8	95,7	

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		Waren	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 Energie und Nahrungs- mittel												
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 Q4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,1	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	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3	
Q2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1	
Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3	
2016 April	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1	
Mai	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,0	
Juni	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,2	
Juli	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,3	
Aug.	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,0	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2	
Sept.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4	

	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	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- 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 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
Q2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
Q3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
2016 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	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1
Juni	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3
Juli	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4
Aug.	1,3	0,5	2,5	-1,4	0,3	-5,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,5	1,3
Sept.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3

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 – www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2016/2016_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile).

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Energie	Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ¹⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ¹⁾
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie									
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	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	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	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	0,3	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,5	4,5
2015 Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,5	4,3
Q4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,2	2,2	6,2
2016 Q1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,3	2,7	.
Q2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	.
2016 März	100,6	-4,1	-3,1	-1,1	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	-	-	-
April	100,2	-4,4	-3,2	-1,3	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	-	-	-
Mai	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	-	-	-
Juni	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,7	-	-	-
Juli	101,9	-2,6	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,1	-0,3	0,0	-7,7	-	-	-
Aug.	101,7	-2,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,5	-0,1	-0,2	0,1	-6,0	-	-	-

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,3	0,4	-0,5	-1,3	81,7	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,8	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,8	-1,5	74,5	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,2	0,2	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,0	48,3	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 Q4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,5	0,9	-0,1	-2,3	40,7	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 Q1	106,5	1,2	0,4	0,3	0,7	0,8	-1,5	-3,3	32,5	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
Q2	106,8	1,1	0,4	0,2	0,9	0,7	-2,2	-4,1	42,0	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	42,5	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 April	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-11,6	-10,2	-13,2	-14,5	-15,3	-13,4
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,1	-4,9	-13,7	-12,7	-12,1	-13,5
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,3	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6

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 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Binnennachfrage im Zeitraum 2009-2011.

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	
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2015 Q4	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 Q1	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
Q2	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0	
Q3	-0,2	1,0	4,6	-6,5	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8	
2016 April	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7	
Mai	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5	
Juni	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0	
Juli	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8	
Aug.	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5	
Sept.	0,0	0,9	4,6	-7,0	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0	

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 Q3	101,0	1,3	1,6	0,2	1,3	1,2	1,6
Q4	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 Q1	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
Q2	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (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	103,8	1,2	-2,2	2,2	0,9	0,8	-0,3	0,4	-2,7	1,3	1,7	2,5
2014	104,6	0,8	-0,9	0,0	0,6	0,3	-0,5	1,9	1,1	1,6	1,5	0,7
2015	104,9	0,3	0,4	-1,7	0,6	0,5	0,6	0,1	3,0	1,8	1,0	1,1
2015 Q3	105,1	0,4	1,0	-1,8	0,5	0,6	1,3	0,7	3,0	2,2	0,9	1,2
Q4	105,4	0,5	-0,1	-1,7	-0,4	1,5	1,5	0,3	2,8	1,9	1,3	1,1
2016 Q1	105,5	1,0	1,1	0,7	-0,2	1,0	1,4	1,3	4,0	2,0	1,2	1,3
Q2	105,8	0,9	1,2	0,1	-0,4	1,2	1,2	1,5	2,3	1,3	1,2	0,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,4	1,1	0,9	1,7	0,1	1,3	1,6	1,8
2014	106,6	1,3	0,0	2,2	1,6	1,0	1,8	1,6	1,2	1,4	1,1	1,0
2015	107,9	1,3	0,7	1,7	0,9	1,4	2,4	0,3	2,7	1,6	1,1	0,8
2015 Q3	108,1	1,2	0,4	1,5	1,1	1,4	2,6	0,2	2,8	1,9	0,9	0,9
Q4	108,5	1,2	1,0	1,3	0,9	1,7	2,0	0,2	3,1	1,5	1,2	0,7
2016 Q1	108,8	1,2	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,6	3,4	1,4	1,2	1,4
Q2	109,0	1,1	1,9	1,1	1,3	1,2	1,3	1,5	3,2	1,1	1,3	0,8
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2013	101,4	0,4	4,8	0,4	0,5	0,3	1,2	1,3	2,9	0,0	-0,2	-0,7
2014	101,9	0,5	0,9	2,2	1,1	0,7	2,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,3
2015	102,9	0,9	0,2	3,4	0,4	0,9	1,8	0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,2
2015 Q3	102,9	0,8	-0,6	3,3	0,6	0,8	1,3	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	-0,3
Q4	103,0	0,7	1,1	3,0	1,3	0,2	0,5	-0,2	0,3	-0,5	-0,1	-0,4
2016 Q1	103,1	0,2	0,4	0,7	1,4	0,3	-0,1	0,3	-0,6	-0,6	0,0	0,1
Q2	103,0	0,2	0,8	0,9	1,7	0,0	0,2	-0,1	0,8	-0,1	0,1	0,5
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2013	107,3	2,3	2,3	2,8	2,9	2,0	0,9	2,3	1,6	2,4	2,0	3,0
2014	108,5	1,1	1,2	1,7	1,4	1,1	1,6	1,5	1,0	1,0	0,8	1,3
2015	109,8	1,1	0,3	1,3	0,4	1,6	1,3	0,6	2,2	1,3	1,0	1,2
2015 Q3	109,8	1,0	0,1	0,9	0,3	1,6	1,6	0,9	2,2	1,4	0,7	1,0
Q4	110,3	1,2	0,2	1,0	0,5	2,0	1,5	0,3	3,6	1,3	1,4	1,2
2016 Q1	110,5	1,0	-0,2	0,7	0,8	1,1	0,7	1,4	3,8	0,8	1,2	2,3
Q2	110,6	1,0	2,3	0,5	1,2	1,1	1,0	1,0	3,0	0,8	1,5	0,7
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2013	103,5	1,2	4,6	0,6	2,0	1,1	1,5	2,0	4,3	1,0	0,4	0,5
2014	104,1	0,5	2,4	1,7	0,9	0,8	2,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,7	0,8
2015	105,0	0,9	-0,6	3,0	-0,1	1,2	1,0	0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,1
2015 Q3	104,8	0,6	-1,4	2,7	0,0	1,2	0,2	0,0	-1,0	-0,9	-0,3	-0,1
Q4	104,9	0,7	-0,1	2,9	0,5	0,5	0,2	-0,2	1,2	-0,4	0,1	0,0
2016 Q1	105,1	0,0	-1,1	0,2	0,8	0,2	-0,8	0,1	0,2	-1,2	0,1	0,9
Q2	105,0	0,0	0,2	0,4	1,4	-0,1	-0,1	-0,7	0,8	-0,6	0,3	0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2					
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte		Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	7	8	9	10	11			
Bestände												
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 981,3	5 949,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 697,1	123,9	423,4	106,2	653,4	10 350,5
2015	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,7	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2015 Q3	1 028,2	5 434,8	6 463,0	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 076,7	96,3	452,8	75,1	624,2	10 700,9
Q4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,7	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016 Q1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 427,0	2 163,7	3 590,7	10 357,3	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,2
Q2	1 053,4	5 812,9	6 866,2	1 417,3	2 173,6	3 591,0	10 457,2	83,3	481,5	92,8	657,6	11 114,8
2016 März	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 427,0	2 163,7	3 590,7	10 357,3	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,2
April	1 047,5	5 747,8	6 795,4	1 408,7	2 162,6	3 571,3	10 366,7	88,4	470,4	98,4	657,2	11 023,8
Mai	1 051,2	5 789,7	6 840,9	1 407,6	2 172,2	3 579,8	10 420,7	88,3	474,7	88,6	651,5	11 072,2
Juni	1 053,4	5 812,9	6 866,2	1 417,3	2 173,6	3 591,0	10 457,2	83,3	481,5	92,8	657,6	11 114,8
Juli	1 056,2	5 873,2	6 929,4	1 406,6	2 174,5	3 581,1	10 510,6	82,4	485,5	99,4	667,3	11 177,9
Aug. ^(p)	1 060,4	5 931,2	6 991,6	1 395,9	2 176,2	3 572,2	10 563,8	82,6	481,7	97,8	662,1	11 225,9
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	12,5	24,4	374,2
2015	64,8	556,1	620,9	-143,2	12,0	-131,2	489,7	-47,8	48,9	-26,0	-24,9	464,8
2015 Q3	14,3	130,7	145,0	-35,3	3,1	-32,3	112,7	8,2	18,3	-18,5	8,0	120,7
Q4	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-19,5	21,4	-2,5	-0,6	126,4
2016 Q1	17,2	155,9	173,1	-16,9	3,3	-13,6	159,5	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,5
Q2	1,9	92,8	94,7	-12,3	10,1	-2,2	92,4	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,2
2016 März	4,7	55,2	59,9	-1,1	-1,3	-2,4	57,5	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	50,0
April	-4,0	31,7	27,7	-18,5	-1,0	-19,5	8,2	2,8	6,8	8,7	18,4	26,6
Mai	3,7	37,3	40,9	-2,9	9,5	6,6	47,5	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
Juni	2,2	23,9	26,1	9,0	1,6	10,7	36,7	-5,0	6,5	2,3	3,8	40,5
Juli	2,9	59,8	62,7	-10,0	0,9	-9,2	53,5	-0,9	3,9	6,2	9,3	62,8
Aug. ^(p)	4,2	58,6	62,8	-10,7	1,7	-9,0	53,8	0,2	-3,8	-1,9	-5,4	48,4
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	18,4	3,9	3,8
2015	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,2	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2015 Q3	8,3	11,9	11,3	-11,4	0,5	-4,7	5,0	-24,6	9,0	-0,9	0,3	4,7
Q4	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,2	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016 Q1	5,9	11,0	10,2	-6,7	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
Q2	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
2016 März	5,9	11,0	10,2	-6,7	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
April	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-27,3	6,1	-4,0	-1,8	4,6
Mai	4,5	10,0	9,1	-5,7	0,7	-2,0	5,1	-15,1	8,5	-1,8	3,0	4,9
Juni	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
Juli	3,5	9,4	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,9	-16,9	7,8	16,4	5,0	4,9
Aug. ^(p)	3,5	10,0	8,9	-4,5	0,5	-1,5	5,2	-14,8	6,4	17,7	4,5	5,1

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungs- und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				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	1 842,1	1 346,8	365,3	111,6	18,4	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	897,6	222,8	333,1
2015	1 927,1	1 480,8	321,8	116,5	8,0	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2015 Q3	1 910,3	1 460,7	324,0	115,8	9,9	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	964,9	218,1	356,2
Q4	1 927,1	1 480,8	321,8	116,5	8,0	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2016 Q1	1 986,2	1 534,8	325,6	115,9	9,9	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,5	220,2	374,8
Q2	2 011,3	1 572,0	313,8	117,1	8,4	5 909,0	3 213,9	690,7	2 001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
2016 März	1 986,2	1 534,8	325,6	115,9	9,9	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,5	220,2	374,8
April	2 009,0	1 561,8	322,9	115,7	8,6	5 849,1	3 158,9	692,9	1 994,0	3,3	958,1	213,8	377,5
Mai	2 010,9	1 567,7	318,9	116,4	7,9	5 878,4	3 184,6	691,1	1 999,0	3,7	975,8	214,7	378,0
Juni	2 011,3	1 572,0	313,8	117,1	8,4	5 909,0	3 213,9	690,7	2 001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
Juli	2 032,7	1 593,6	312,5	118,0	8,5	5 930,9	3 240,8	685,4	2 001,8	2,8	969,3	215,5	388,4
Aug. ^(p)	2 032,7	1 597,2	309,9	116,9	8,7	5 969,1	3 284,1	676,6	2 005,6	2,7	981,3	214,6	388,2
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	81,4	120,8	-33,6	4,9	-10,7	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	75,2	-1,9	27,9
2015 Q3	44,4	42,7	0,4	3,1	-1,8	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,6	-10,1	13,4
Q4	13,9	17,9	-2,7	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	21,1	4,0	6,1
2016 Q1	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,7	-4,1	13,3
Q2	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,2	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,3	-10,1	0,9
2016 März	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	7,0	-11,4	0,9
April	22,5	26,8	-2,7	-0,2	-1,4	16,0	18,3	-1,4	-1,5	0,7	-19,7	-6,4	2,6
Mai	-0,3	4,4	-4,6	0,6	-0,7	28,7	25,2	-2,0	5,1	0,4	14,1	0,7	0,4
Juni	1,2	4,7	-4,8	0,8	0,5	30,6	29,2	-0,5	2,7	-0,9	4,2	-4,3	-2,1
Juli	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	21,9	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	12,5
Aug. ^(p)	-0,1	3,7	-2,9	-1,2	0,2	38,5	43,5	-8,8	3,9	-0,1	12,7	-0,9	-0,4
Wachstumsraten													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,4	4,0	7,3
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2015 Q3	4,0	9,2	-12,3	2,4	-31,4	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	13,8	-4,9	5,8
Q4	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2016 Q1	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
Q2	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
2016 März	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
April	8,5	12,1	-3,3	2,4	-20,8	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,7	-7,3	9,3
Mai	7,9	11,0	-2,5	3,4	-32,8	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,6	2,2	-7,2	8,9
Juni	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
Juli	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	11,8
Aug. ^(p)	7,1	10,1	-4,4	2,1	11,2	5,2	10,9	-5,0	0,4	-12,2	1,5	-5,4	9,7

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								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite ²⁾
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	10 973,3	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014	3 608,3	1 132,4	2 473,8	12 590,7	10 538,6	10 817,4	4 300,6	5 200,4	908,6	129,0	1 277,4	774,8
2015	3 896,6	1 110,1	2 784,1	12 678,6	10 589,3	10 890,1	4 272,8	5 307,3	885,7	123,6	1 301,7	787,6
2015 Q3	3 819,0	1 127,6	2 689,0	12 659,4	10 571,0	10 858,8	4 284,4	5 277,6	887,7	121,3	1 310,9	777,4
Q4	3 896,6	1 110,1	2 784,1	12 678,6	10 589,3	10 890,1	4 272,8	5 307,3	885,7	123,6	1 301,7	787,6
2016 Q1	4 051,5	1 117,6	2 920,9	12 704,5	10 640,8	10 907,8	4 287,3	5 338,5	906,4	108,6	1 312,3	751,4
Q2	4 194,6	1 112,4	3 069,1	12 739,3	10 640,8	10 947,7	4 300,5	5 349,8	887,1	103,4	1 347,4	751,2
2016 März	4 051,5	1 117,6	2 920,9	12 704,5	10 640,8	10 907,8	4 287,3	5 338,5	906,4	108,6	1 312,3	751,4
April	4 096,3	1 125,7	2 957,4	12 704,2	10 638,3	10 906,1	4 290,1	5 343,7	890,9	113,6	1 317,9	747,9
Mai	4 146,7	1 127,2	3 006,5	12 742,1	10 655,5	10 930,4	4 307,7	5 346,8	889,8	111,2	1 330,5	756,1
Juni	4 194,6	1 112,4	3 069,1	12 739,3	10 640,8	10 947,7	4 300,5	5 349,8	887,1	103,4	1 347,4	751,2
Juli	4 256,6	1 109,1	3 134,1	12 785,5	10 665,4	10 975,1	4 301,4	5 356,1	897,6	110,3	1 364,2	755,9
Aug. ^(p)	4 261,2	1 108,8	3 139,1	12 821,4	10 667,5	10 985,3	4 293,0	5 366,4	897,7	110,4	1 371,4	782,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-271,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	15,9	56,1	-103,8	-50,1	-36,1	-60,9	-15,2	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,6	-20,7	305,0	78,9	50,2	64,7	-17,3	98,1	-25,0	-5,6	24,5	4,3
2015 Q3	112,6	-10,2	122,7	56,8	-6,1	19,2	-4,3	24,7	-12,0	-14,4	64,4	-1,6
Q4	73,6	-16,3	89,8	8,7	24,3	32,6	-1,6	22,7	0,8	2,4	-22,4	6,8
2016 Q1	125,8	5,4	120,4	64,8	81,5	51,9	35,9	36,2	24,4	-14,9	14,2	-30,9
Q2	122,0	-10,6	132,6	60,0	22,1	57,4	23,9	16,6	-13,3	-5,2	35,9	2,0
2016 März	28,5	0,3	28,3	-5,0	2,4	2,0	-1,9	11,2	10,8	-17,7	3,3	-10,7
April	46,8	3,3	43,5	12,6	10,7	10,5	9,0	6,0	-9,4	5,0	5,2	-3,3
Mai	39,8	1,3	38,5	32,1	13,0	18,2	13,7	3,4	-1,7	-2,4	11,1	8,0
Juni	35,4	-15,2	50,6	15,3	-1,6	28,7	1,2	7,2	-2,2	-7,8	19,7	-2,7
Juli	53,7	-3,3	56,8	52,6	34,6	36,5	10,0	6,7	11,1	6,8	14,9	3,1
Aug. ^(p)	4,8	-0,3	5,1	39,1	6,3	14,1	-7,8	11,3	2,7	0,1	6,8	25,9
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	1,4	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	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2015 Q3	7,2	0,5	10,2	0,6	0,4	0,4	-0,3	1,6	-2,3	-1,4	1,0	1,9
Q4	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2016 Q1	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
Q2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
2016 März	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
April	10,3	-2,6	16,2	1,2	1,1	1,0	0,9	2,2	-2,0	-16,5	4,1	-2,5
Mai	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,2	1,2	2,1	-1,1	-21,1	5,1	-2,4
Juni	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
Juli	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,6	-3,7
Aug. ^(p)	10,9	-2,8	16,8	1,5	1,3	1,7	1,2	2,0	0,7	-14,1	4,2	-0,3

Quelle: EZB.

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

2) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2013	4 353,6	4 450,2	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,8	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 300,6	4 256,2	1 109,9	720,6	2 470,2	5 200,4	5 546,1	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 272,8	4 257,1	1 038,1	758,3	2 476,4	5 307,3	5 640,7	595,6	3 948,0	763,6
2015 Q3	4 284,4	4 252,1	1 067,7	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,6	582,4	3 926,5	768,7
Q4	4 272,8	4 257,1	1 038,1	758,3	2 476,4	5 307,3	5 640,7	595,6	3 948,0	763,6
2016 Q1	4 287,3	4 262,6	1 044,6	768,2	2 474,5	5 338,5	5 658,5	603,4	3 973,0	762,2
Q2	4 300,5	4 281,8	1 041,7	774,4	2 484,3	5 349,8	5 685,3	604,2	3 987,0	758,6
2016 März	4 287,3	4 262,6	1 044,6	768,2	2 474,5	5 338,5	5 658,5	603,4	3 973,0	762,2
April	4 290,1	4 264,9	1 043,5	772,7	2 473,9	5 343,7	5 665,1	604,6	3 979,9	759,2
Mai	4 307,7	4 279,9	1 051,4	771,7	2 484,7	5 346,8	5 673,1	601,8	3 986,1	758,9
Juni	4 300,5	4 281,8	1 041,7	774,4	2 484,3	5 349,8	5 685,3	604,2	3 987,0	758,6
Juli	4 301,4	4 284,4	1 031,2	780,3	2 489,9	5 356,1	5 693,7	604,4	3 995,2	756,5
Aug. ^(p)	4 293,0	4 282,9	1 022,9	781,2	2 488,9	5 366,4	5 700,1	607,7	4 004,1	754,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-132,9	-145,5	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-68,3	-14,2	2,3	-49,0	-15,2	5,5	-3,0	-3,4	-8,8
2015	-17,3	16,7	-65,6	32,7	15,6	98,1	76,4	21,7	80,0	-3,6
2015 Q3	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,9	5,2	19,8	-0,3
Q4	-1,6	15,9	-22,8	13,5	7,7	22,7	19,2	5,1	20,0	-2,4
2016 Q1	35,9	28,8	15,3	13,0	7,5	36,2	23,8	9,1	27,0	0,1
Q2	23,9	25,2	1,2	8,5	14,1	16,6	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 März	-1,9	-1,6	0,2	-3,7	1,6	11,2	9,1	2,7	7,4	1,0
April	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,0	-2,1
Mai	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
Juni	1,2	7,5	-5,7	4,4	2,5	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
Juli	10,0	10,8	-4,5	7,4	7,1	6,7	8,7	0,0	8,3	-1,7
Aug. ^(p)	-7,8	-1,3	-7,3	1,0	-1,5	11,3	7,0	3,5	9,1	-1,4
Wachstumsraten										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Q3	-0,3	0,0	-4,4	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
Q4	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Q1	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Q2	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 März	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
April	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,6	5,3	2,3	-0,7
Mai	1,2	1,6	-2,0	4,9	1,4	2,1	1,6	4,5	2,3	-0,7
Juni	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Juli	1,3	1,9	-2,8	6,2	1,7	2,0	1,8	3,2	2,2	-0,5
Aug. ^(p)	1,2	1,9	-4,0	6,4	1,8	2,0	1,8	3,4	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 Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 188,1	2 248,9	92,2	2 381,1	2 465,9	1 379,3	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7 066,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,7	1 326,6	280,6	205,9	135,6
2015 Q3	287,6	7 100,9	2 223,8	83,7	2 263,6	2 529,9	1 357,4	253,8	215,6	142,8
Q4	278,6	7 066,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,7	1 326,6	280,6	205,9	135,6
2016 Q1	318,8	7 027,9	2 183,1	76,8	2 174,7	2 593,2	1 281,5	308,4	247,1	152,1
Q2	323,5	7 075,9	2 162,4	74,6	2 176,3	2 662,5	1 285,9	294,4	238,0	144,0
2016 März	318,8	7 027,9	2 183,1	76,8	2 174,7	2 593,2	1 281,5	308,4	247,1	152,1
April	316,8	7 050,4	2 184,4	75,4	2 173,2	2 617,5	1 275,6	315,1	237,0	140,0
Mai	292,1	7 057,5	2 182,8	75,3	2 185,9	2 613,5	1 239,4	293,6	226,9	138,6
Juni	323,5	7 075,9	2 162,4	74,6	2 176,3	2 662,5	1 285,9	294,4	238,0	144,0
Juli	331,2	7 052,8	2 154,0	73,9	2 148,4	2 676,4	1 216,8	303,0	212,9	128,2
Aug. ^(p)	319,3	7 038,4	2 148,4	73,2	2 142,8	2 674,0	1 177,4	323,6	215,4	134,6
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	-161,1	-122,3	2,0	-151,2	110,3	238,5	0,8	0,7	17,8
2015	7,8	-217,6	-104,0	-13,5	-202,9	102,8	-97,6	-10,9	21,4	-4,0
2015 Q3	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-14,3	-6,3
Q4	-11,7	-57,6	-47,5	-3,9	-42,5	36,3	-36,7	11,7	-9,6	-7,2
2016 Q1	40,1	-62,2	1,6	-2,9	-49,9	-10,9	-70,3	33,2	41,3	17,3
Q2	4,3	-8,4	-23,6	-1,6	-11,0	27,8	-60,4	-16,5	-9,2	-8,1
2016 März	23,9	-14,5	-1,0	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
April	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,8	-23,0	-0,5	-10,1	-12,0
Mai	-24,9	5,3	-2,7	-0,1	2,3	5,8	-26,5	-22,8	-10,2	-1,5
Juni	31,4	-25,2	-22,1	-0,6	-9,6	7,1	-10,9	6,8	11,1	5,4
Juli	7,7	-27,1	-8,4	-0,7	-22,0	4,0	-73,3	10,4	-25,1	-15,8
Aug. ^(p)	-11,9	-4,2	-5,6	-0,7	-3,5	5,6	-32,1	20,4	2,5	6,4
Wachstumsraten										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 Q3	11,8	-3,3	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	31,7	17,4
Q4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 Q1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
Q2	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
2016 März	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
April	17,4	-2,7	-2,6	-14,6	-7,8	2,4	-	-	11,0	3,2
Mai	6,1	-2,5	-2,5	-13,6	-6,9	2,1	-	-	0,5	-2,9
Juni	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
Juli	29,2	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,6	-	-	1,8	-10,6
Aug. ^(p)	15,1	-2,5	-3,8	-12,4	-6,7	2,7	-	-	1,4	1,1

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 Q2	-2,4	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,2	.	.	.	.	0,3
Q4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 Q1	-1,9	.	.	.	.	0,4

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben						
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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 Q2	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
Q3	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8
Q4	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9
2016 Q1	46,5	46,0	12,6	13,2	15,4	0,5	48,5	44,6	10,1	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	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														1	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 Q2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	91,7	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90,7	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Q1	91,7	2,7	16,2	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 Q2	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4	
Q3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,6	
Q4	-1,4	-0,3	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	1,3	
2016 Q1	-1,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	1,5	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	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	14,8	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 Q2	15,0	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	14,8	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 Q1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2016 April	15,1	13,2	4,2	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
Mai	15,1	13,2	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
Juni	15,4	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Juli	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	3,0	0,3	1,2
Aug.	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Sept.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,2

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	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 Q2	-3,1	0,4	0,6	-2,3	-4,7	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
Q3	-2,9	0,8	0,7	-1,6	-4,4	-5,3	-3,9	-2,7	-0,9	
Q4	-2,6	0,6	0,4	-1,8	-7,2	-5,1	-3,6	-2,6	-1,0	
2016 Q1	-2,7	0,7	1,0	-1,5	-5,7	-5,1	-3,3	-2,5	-0,1	
Verschuldung										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 Q2	109,5	72,6	9,9	91,1	169,4	99,8	97,7	136,0	110,7	
Q3	109,1	72,0	9,8	85,9	171,8	99,7	97,1	134,6	110,2	
Q4	106,1	71,2	9,7	78,7	176,9	99,2	96,2	132,7	108,9	
2016 Q1	109,2	71,1	9,6	80,4	176,3	100,5	97,5	135,4	109,3	
	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	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 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	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-2,9
Q4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2016 Q1	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,8	-2,3
Verschuldung										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 Q2	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7	62,0
Q3	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9	60,6
Q4	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	62,6
2016 Q1	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2	63,6

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 19. Oktober 2016.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-16-007-DE-N (Online-Version)