



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2017



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	10
3 Konjunkturentwicklung	12
4 Preise und Kosten	17
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	20
Kästen	24
1 Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet verbreitert sich	24
2 Finanzzyklen und die Gesamtwirtschaft	29
3 Lohnanpassung und Beschäftigung in Europa: Ergebnisse der Umfrage des Wage Dynamics Network	33
4 Der Einfluss der Basiseffekte im Bereich Energie auf die kurzfristige Inflationsentwicklung	40
5 Welche Faktoren sind für die Entwicklung der Inflationserwartungen professioneller Prognostiker maßgeblich?	43
Aufsatz	47
1 Transmission geldpolitischer Sondermaßnahmen auf MFI-Zinssätze im Kreditgeschäft	47
Statistik	75

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 geldpolitischen Beschlüsse der EZB vom Dezember 2016 haben erfolgreich zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen, die erforderlich sind, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Die Transmission der von der EZB ergriffenen Maßnahmen wirkt sich nach wie vor positiv auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte aus. Erwartungsgemäß ist die Gesamtinflation in jüngster Zeit – vornehmlich aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen – gestiegen; der Druck auf die Kerninflation bleibt allerdings verhalten. Der EZB-Rat wird auch künftig Änderungen der HVPI-Teuerungsrate außer Acht lassen, wenn diese als vorübergehend erachtet werden und davon auszugehen ist, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben.

Die verfügbaren globalen Indikatoren deuten darauf hin, dass die weltwirtschaftliche Aktivität und das Handelswachstum auch zum Jahresende 2016 wieder leicht zugenommen haben. Indes ist eine Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen zu beobachten, und aus den Schwellenländern wird Kapital abgezogen. Aufgrund des schwindenden negativen Beitrags der Energiepreise ist die Gesamtinflation weltweit gestiegen. 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 der EZB-Ratssitzung am 8. Dezember 2016 sind die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet leicht zurückgegangen, und die EONIA-Terminzinskurve hat sich im Bereich der mittleren Laufzeiten etwas nach unten verlagert. Die Aktien nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften verbuchten Kursgewinne, während sich die Spreads von Unternehmensanleihen verringerten. Der Wechselkurs des Euro blieb in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil.

Begünstigt vor allem durch die binnenwirtschaftliche Nachfrage setzt sich der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum fort und wird sich voraussichtlich weiter festigen. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB unterstützt die Binnennachfrage und erleichtert den laufenden Prozess des Verschuldungsabbaus. Durch die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen wird die Erholung der Investitionstätigkeit weiterhin gefördert. Darüber hinaus stützt der anhaltende Beschäftigungszuwachs, der auch von vergangenen Strukturreformen profitiert, die privaten Konsumausgaben über die Zunahme des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte. Gleichzeitig gibt es Anzeichen für eine etwas stärkere weltweite Erholung. Allerdings wird das

Wirtschaftswachstum im Eurogebiet den Erwartungen zufolge durch die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch ausstehende Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

Eurostat zufolge belief sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerung für das Euro-Währungsgebiet im Dezember 2016 auf 1,1 % nach 0,6 % im Vormonat. Ursächlich hierfür war vor allem ein deutlicher Anstieg der jährlichen Änderungsrate der Energiepreise; für einen überzeugenden Aufwärtstrend der Kerninflation gibt es hingegen bislang keine Anzeichen. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in nächster Zeit weiter anziehen, und zwar größtenteils aufgrund von Veränderungen der Vorjahrsrate der Energiepreise. Demgegenüber wird bei den Messgrößen der Kerninflation mittelfristig mit einem eher langsamen Anstieg gerechnet, der von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, der erwarteten Konjunkturerholung und der damit verbundenen allmählichen Absorption der Unterauslastung getragen wird.

In der Entwicklung der Bankkredite kommen zwar nach wie vor deren verzögerte Reaktion auf den Konjunkturzyklus, das Kreditrisiko sowie die anhaltenden Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor zum Ausdruck, doch wirken sich die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen deutlich positiv auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte und somit auch auf die Kreditströme im gesamten Euroraum aus. Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das Schlussquartal 2016 deutet auf eine weitgehende Stabilisierung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten hin, während die Kreditnachfrage in sämtlichen Darlehenskategorien erneut kräftig angezogen hat. Damit hat sich die allmähliche Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor fortgesetzt. Zudem dürften sich im Dezember die nominalen Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen insgesamt leicht verringert haben.

In seiner Sitzung am 19. Januar 2017 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. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass die Ankäufe des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € bis Ende März 2017 fortgesetzt werden. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten soll ab April 2017 bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus im Umfang von monatlich 60 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten wird parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt.

Was die künftige Entwicklung betrifft, so bekräftigte der EZB-Rat, dass es eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich im Euroraum Inflationsdruck aufbaut und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird. Falls zur Erreichung seines Ziels erforderlich, wird der EZB-Rat handeln, indem er alle im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente nutzt. Sollten sich die Aussichten eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so ist der EZB-Rat bereit, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

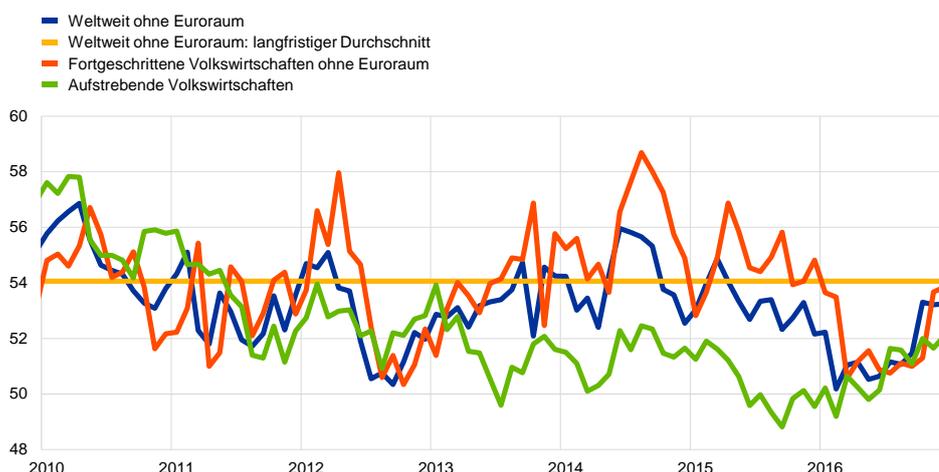
Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich das Weltwirtschaftswachstum zum Jahresende 2016 weiter moderat erholt hat. So erreichte der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie seinen höchsten Stand seit über einem Jahr (siehe Abbildung 1) und lag im Schlussquartal 2016 bei 53,3 Punkten. Der vierteljährliche EMI legte in allen führenden Industrieländern zu, wobei der Index in Japan auf einen Wachstumspfad zurückkehrte. In China und Russland stieg der EMI jeweils an, wohingegen er in Indien einen drastischen Rückgang verzeichnete; Letzteres hing mit den negativen Auswirkungen der jüngsten Entscheidung der Regierung zusammen, den Status einiger Banknoten als gesetzliches Zahlungsmittel aufzuheben. In Brasilien entwickelten sich die Umfrageindikatoren nach wie vor sehr schwach.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

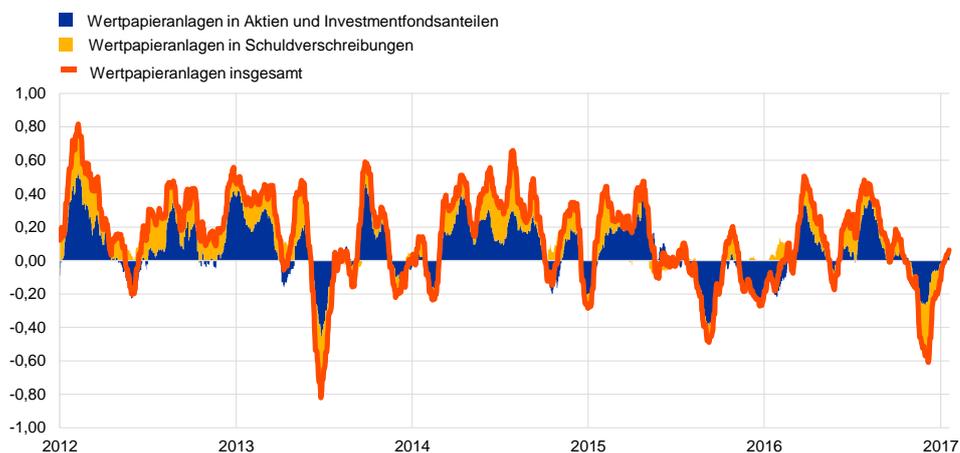
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

Die Finanzierungsbedingungen haben sich weltweit verschärft. In den Vereinigten Staaten und weltweit haben sich die Anleiherenditen in den vergangenen Monaten erhöht. Für die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen waren unter anderem die Maßnahmen der US-amerikanischen Notenbank verantwortlich. So beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve im Dezember 2016, den Zielkorridor des Zinssatzes für Tagesgeld um 25 Basispunkte auf 0,5 % bis 0,75 % anzuheben. Angesichts der restriktiveren Finanzierungsbedingungen war in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften zum Jahresende 2016 erheblicher Druck durch Kapitalabflüsse zu verspüren (siehe Abbildung 2). In besonderem Maße betroffen waren Mexiko und die Türkei, die eine deutliche Abwertung ihrer Landeswährung und einen kräftigen Anstieg der Zinssätze erfuhren. In der Türkei wurden die weltwirtschaftlichen Entwicklungen noch durch innenpolitische Unsicherheiten und makroökonomische Anfälligkeiten verstärkt. Auch China verzeichnete beträchtliche Kapitalabflüsse sowie einen Rückgang seiner Währungsreserven. Dagegen wertete

in Russland der Rubel auf, und die Aktienkurse legten kräftig zu, was hauptsächlich der Erholung der Ölpreise zu verdanken war.

Abbildung 2 Kapitalflüsse in den Schwellenländern

(in Mrd USD; 28 Tage nachlaufender gleitender Durchschnitt)



Quelle: Institute of International Finance.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. Januar 2017. Positive Werte entsprechen einem Kapitalzufluss, negative Werte einem Kapitalabfluss. Die Stichprobe der Schwellenländer umfasst Indonesien, Indien, Korea, Thailand, Südafrika, Brasilien, die Philippinen und die Türkei.

Der Welthandel war zum Jahresende 2016 weiterhin von einer verhaltenen Erholung geprägt.

Im Oktober wies der Welthandel zum vierten Mal in Folge eine positive Wachstumsrate auf, wobei die weltweiten Wareneinfuhren in diesem Monat (im Dreimonatsvergleich) volumenmäßig um 0,8 % zulegten, nachdem die Ergebnisse im ersten Halbjahr schwach ausgefallen waren. Die Vorlaufindikatoren bestätigen diesen positiven Trend ebenfalls. Der globale EMI für den Auftrags-eingang im Exportgeschäft stieg im Dezember mit 51,4 Zählern auf seinen höchsten Wert seit über zwei Jahren.

Die Teuerungsraten zogen im November weltweit erneut an, was auf den nachlassenden negativen Beitrag der Energiepreise zurückzuführen war.

Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) beschleunigte sich im November auf 1,4 %; ein so hoher Wert war zuletzt vor zwei Jahren verzeichnet worden. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet stabilisierte sich die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum bei 1,7 %. Die sich abschwächenden Basiseffekte vergangener Rohstoffpreistrückgänge dürften in den kommenden Monaten zu einer weiteren Zunahme der Gesamtinflation beitragen, während die vorhandenen Kapazitätsreserven weiterhin für Abwärtsdruck auf die globale Inflation sorgen werden.

Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent bewegten sich auch nach der Ankündigung, die Produktion zurückzufahren, in einer Spanne von 52 USD bis 56 USD.

Die Ölpreise wurden durch den Beschluss der Organisation erdöl-exportierender Länder (OPEC) vom 30. November gestützt, die Ölförderung ab Januar 2017 um 1,2 Millionen Barrel pro Tag zu drosseln. Zusätzlichen Auftrieb

erhielten sie durch die Vereinbarung der Nicht-OPEC-Produzenten vom 12. Dezember zur Senkung der Produktion um täglich 0,6 Millionen Barrel. Die Erwartungen der Marktteilnehmer blieben bei einem Zeithorizont von mehr als sechs Monaten von der OPEC-Entscheidung weitgehend unbeeinflusst, was darauf hindeutet, dass sich die Fundamentaldaten am Ölmarkt dadurch nicht verändert haben. Das weltweite Ölangebot belief sich im November auf insgesamt 98,2 Millionen Barrel pro Tag. Hierbei handelte es sich um einen Rekordwert, da die geringere Produktion der Nicht-OPEC-Staaten durch eine Ausweitung in den OPEC-Ländern ausgeglichen wurde. Die Steigerung der Ölnachfrage (um täglich 1,3 Millionen Barrel im Vorjahrsvergleich) dürfte sich auch im vierten Quartal 2016 fortgesetzt haben. Ausschlaggebend hierfür waren unter anderem Aufwärtskorrekturen des Konsums in China. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl haben seit Mitte Dezember geringfügig zugelegt. Zurückzuführen war dies vor allem auf einen kräftigen Anstieg der Eisenerz- und Kupferpreise, der mit einer unerwartet hohen Metallnachfrage in China sowie einigen Lieferengpässen zusammenhing.

Die wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten erweist sich trotz erheblicher politischer Unsicherheit als robust.

So wuchs das reale BIP im dritten Quartal 2016 auf Jahresrate hochgerechnet um 3,5 % und wurde dabei im Wesentlichen von den Konsumausgaben, dem Außenhandel und einer Umkehr des Beitrags der Vorratsveränderungen getragen. Die jüngsten Indikatoren weisen auf ein anhaltend robustes Wirtschaftswachstum auch im Schlussquartal 2016 hin, das sich allerdings gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr abgeschwächt haben dürfte. Die nach der US-Wahl veröffentlichten Vertrauensindikatoren lassen auf einen optimistischen kurzfristigen Ausblick schließen – ungeachtet der politischen Unsicherheit, die darauf zurückgeht, dass nur wenige Details über politische Veränderungen unter der neuen Administration bekannt geworden sind. Die Arbeitsmarktlage hat sich weiter angespannt, da die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft in den drei Monaten bis Dezember im Monatsdurchschnitt um 165 000 zunahm. Dies trug zu einer weiteren Beschleunigung des Lohnwachstums bei, wobei der jährliche Anstieg des durchschnittlichen Stundenlohns bei 2,9 % lag. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Teuerungsrate erhöhte sich in den Vereinigten Staaten im Dezember vor allem aufgrund einer Benzinverteuerung auf 2,1 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet kletterte die VPI-Inflationsrate indessen auf 2,2 %.

Japan verzeichnet nach wie vor ein moderates Wirtschaftswachstum. Das reale BIP legte im dritten Jahresviertel 2016 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu, wobei sowohl die Binnennachfrage als auch der Außenbeitrag verhalten blieben. Die aktuellen Daten lassen auf eine Belebung der realen Ausfuhren und der Industrieproduktion zum Jahresende schließen, während sich der private Konsum anhaltend schwach entwickelte. Umfrageergebnisse deuten zudem darauf hin, dass die Unternehmen bei der Einschätzung der konjunkturellen Aussichten weiterhin Vorsicht walten lassen. Trotz der angespannten Arbeitsmarktlage, die sich auch an der im Oktober bei 3 % verharrenden Arbeitslosenquote ablesen lässt, blieb das jährliche reale Lohnwachstum im genannten Monat unverändert. Die VPI-Gesamtteuerungsrate zog im November erneut an und betrug im Vorjahrsvergleich 0,5 %. Indessen verlangsamte sich der jährliche Anstieg der VPI-Inflation ohne

frische Nahrungsmittel und Energie, die von der Bank von Japan bevorzugte Messgröße der Kerninflation, auf 0,2 %.

Im Vereinigten Königreich weisen die jüngsten Indikatoren auf neuerliche Anzeichen von wirtschaftlicher Widerstandskraft bei zugleich spürbar anziehender Inflation hin.

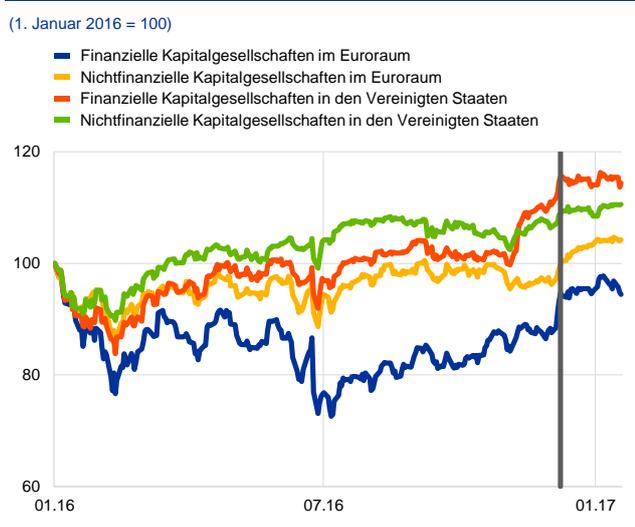
So nahm das reale BIP im dritten Jahresviertel 2016 um 0,6 % zum Vorquartal zu, was den Erwartungen eines abrupten Rückgangs im unmittelbaren Anschluss an das britische Referendum über die Mitgliedschaft in der EU widersprach. Die verfügbaren Indikatoren lassen den Schluss zu, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Schlussquartal 2016 behaupten konnte. Die jährliche VPI-Teuerungsrate stieg im Dezember auf 1,6 %, was unter anderem der Energiepreisentwicklung geschuldet war. Auch die Abschwächung des Pfund Sterling macht sich zusehends auf den vorgelagerten Stufen der Preiskette bemerkbar, wie die drastische Erhöhung der Import- und Erzeugerpreise in den vergangenen Monaten zeigt.

Das Wirtschaftswachstum in China hat sich gefestigt. Die aktuellen Daten stehen mit einer Stabilisierung des realen BIP-Wachstums im Einklang, nachdem im dritten Vierteljahr eine Steigerung von 6,7 % binnen Jahresfrist zu Buche gestanden hatte. Die Daten für November zeigen ein beständiges Wachstum der Industrieproduktion insgesamt, wobei die staatseigenen Unternehmen eine verstärkte Geschäftstätigkeit verzeichneten. Die Anlageinvestitionen entwickelten sich ebenfalls stabil, während die EMIs seit Mitte des Jahres einen Aufwärtstrend aufweisen. Die jährliche VPI-Inflation betrug im Dezember 2,1 % nach 2,3 % im November. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die VPI-Teuerungsrate unverändert bei 1,9 %. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise beschleunigte sich unterdessen stark und belief sich im Dezember mit 5,5 % auf den höchsten Wert seit September 2011, da die Preise für Bergbauerzeugnisse und Energie deutlich anzogen.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum sind seit Anfang Dezember leicht gesunken. Während des Berichtszeitraums (8. Dezember 2016 bis 18. Januar 2017) verringerten sich die Zinssätze zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet um rund 5 Basispunkte. Die Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit blieben in den meisten Ländern weitgehend stabil. Eine Ausnahme bildete Griechenland, wo sich die Spreads um 48 Basispunkte vergrößerten.

Abbildung 3
Ausgewählte Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



Quelle: Thomson Reuters.
Anmerkung: Tageswerte. Die schwarze vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (8. Dezember 2016). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. Januar 2017.

Die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet sind seit Anfang Dezember gestiegen. Zuletzt lagen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum rund 4 % höher als zu Beginn des Berichtszeitraums. Die Aktienkurse finanzieller Kapitalgesellschaften gaben leicht nach; längerfristig betrachtet liegen sie jedoch derzeit etwa 30 % über den Tiefständen, die nach dem Referendum zur EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs verbucht worden waren (siehe Abbildung 3). Im Berichtszeitraum zogen auch die Aktiennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan um rund 2 %, 6 % bzw. 1 % an. In allen drei Volkswirtschaften blieben die Aktienkurse finanzieller Kapitalgesellschaften hinter jenen nichtfinanzieller Unternehmen zurück. Die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse im Euroraum sanken leicht und blieben deutlich unter ihren historischen Durchschnittswerten.

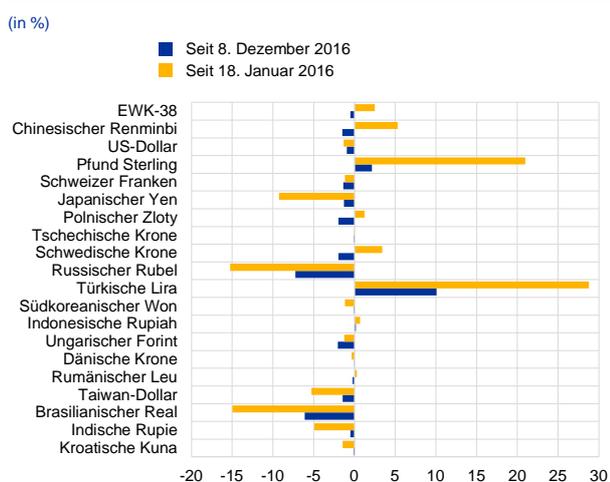
Die Renditeaufschläge von Anleihen nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften verringerten sich im Berichtszeitraum. Am 18. Januar waren die Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen rund 3 Basispunkte geringer als am 8. Dezember und lagen 45 Basispunkte unter dem Stand vom März 2016, als der EZB-Rat das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) bekannt gab. Die Renditeaufschläge von Schuldtiteln nichtfinanzieller und finanzieller Kapitalgesellschaften im Non-Investment-Grade-Segment (die nicht für Käufe im Rahmen des CSPP zugelassen sind) gingen im Betrachtungszeitraum ebenfalls zurück, und zwar um 19 bzw. 3 Basispunkte.

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb unterdessen – abgesehen von einem leichten Anstieg am Jahresende – stabil bei rund -35 Basispunkten.

Während des Berichtszeitraums erhöhte sich die Überschussliquidität im Zusammenhang mit den Wertpapierkäufen des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten um etwa 80 Mrd € auf rund 1 265 Mrd €. In der gestiegenen Überschussliquidität kam auch die Teilnahme am dritten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG II) zum Ausdruck.

Die EONIA-Terminzinskurve hat sich etwas abgeflacht. Im Beobachtungszeitraum verschob sich die EONIA-Terminzinskurve bei den mittleren Laufzeiten um rund 5 Basispunkte nach unten. Bei den Laufzeiten von unter zwei Jahren fiel die Abwärtsverlagerung nur marginal aus, und bei den Laufzeiten bis 2021 blieb die Kurve unterhalb der Nulllinie.

Abbildung 4
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



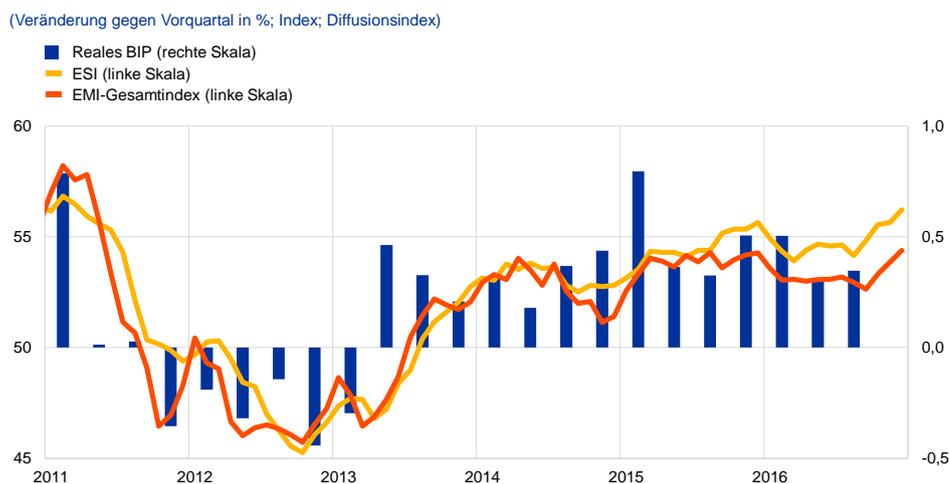
Quelle: EZB.
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums.

An den Devisenmärkten war der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil. Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit bezüglich der Aussichten für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union legte der Euro seit dem 8. Dezember gegenüber dem Pfund Sterling um 2,2 % zu. In Relation zu einigen anderen wichtigen Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften verlor er hingegen an Wert; dies betraf unter anderem den US-Dollar (-0,9 %), den japanischen Yen (-1,3 %) und den Schweizer Franken (-1,4 %). Verluste verbuchte der Euro auch gegenüber den meisten Währungen von Schwellenländern, einschließlich des chinesischen Renminbi (-1,5 %), sowie den Währungen von nicht der Währungsunion angehörenden EU-Mitgliedstaaten (siehe Abbildung 4).

3 Konjunktorentwicklung

Vor allem gestützt durch die Binnennachfrage setzt sich die wirtschaftliche Expansion im Euro-Währungsgebiet fort und verstärkt sich. Darüber hinaus gewinnt das Wachstum über die einzelnen Sektoren und zuletzt auch über die Länder hinweg an Breite (siehe Kasten 1). Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) stieg im dritten Jahresviertel 2016 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Maßgeblich hierfür waren positive Beiträge der inländischen Nachfrage und – in geringerem Maße – der Vorratsveränderungen (siehe Abbildung 5). Vom Außenhandel gingen indessen im dritten Vierteljahr negative Wachstumsimpulse aus. Aktuelle Konjunkturindikatoren, d. h. sowohl harte Daten als auch Umfrageergebnisse, zeigten sich weiterhin recht robust und deuten auf ein etwas stärkeres Wachstum im Schlussquartal 2016 hin.

Abbildung 5
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie (EMI) 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 dritte Quartal 2016 (reales BIP) bzw. Dezember 2016 (ESI und EMI).

Der private Konsum als Haupttriebfeder der laufenden Erholung leistete im dritten Quartal 2016 nach wie vor einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum.

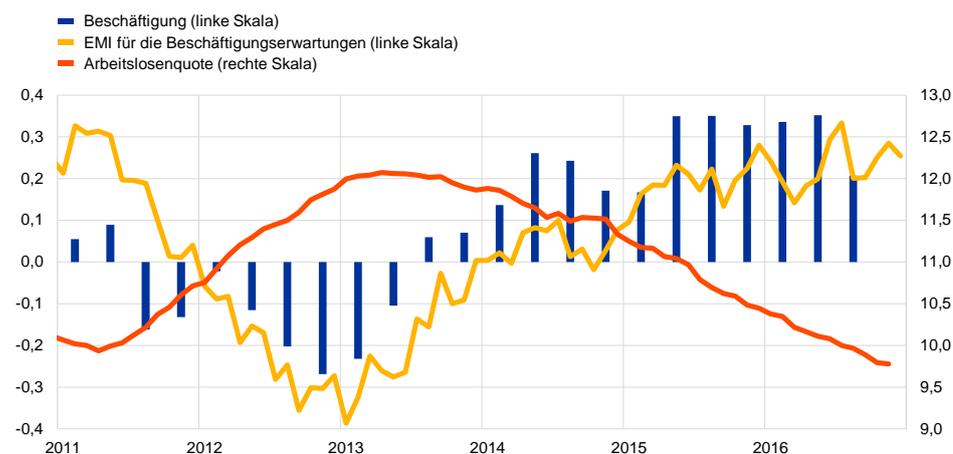
Im Vorquartalsvergleich belief sich der Zuwachs der privaten Konsumausgaben auf 0,3 % und fiel damit nur geringfügig höher aus als im zweiten Vierteljahr. Dieses – zumindest im Vergleich zur Entwicklung im Jahr 2015 und Anfang 2016 – relativ moderate Ergebnis könnte unter anderem auf die erhöhte Unsicherheit im Gefolge des Brexit-Referendums und der Terroranschläge sowie auf den Ölpreisanstieg im Jahr 2016 zurückzuführen sein. Im Vorjahrsvergleich erhöhte sich der private Verbrauch im dritten Jahresviertel um 1,6 % nach 1,7 % im Quartal zuvor. Hinter der leichten Abschwächung stand das im dritten Quartal deutlich langsamere Wachstum des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte (1,7 % gegenüber dem Vorjahr nach 2,5 % im zweiten Vierteljahr). Trotz des jüngsten Rückgangs bleibt der Einkommenszuwachs im historischen Vergleich hoch. Tatsächlich profitieren die Konsumausgaben im Zuge der anhaltenden Erholung vom Anstieg des real

verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte, was wiederum vor allem eine Folge der zunehmenden Beschäftigung und der niedrigen Ölpreise ist.

Die Besserung an den Arbeitsmärkten des Euroraums setzt sich fort und stützt somit weiterhin den Konsum. Die Beschäftigung nahm im dritten Jahresviertel 2016 erneut zu, und zwar um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Damit beläuft sich der jährliche Anstieg auf 1,2 %. Seit dem zweiten Vierteljahr 2013, als der Beschäftigungszuwachs einsetzte, hat sich die Zahl der Beschäftigten kumuliert um 3,1 % erhöht. Die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets lag im November 2016 unverändert bei 9,8 % und damit 2,3 Prozentpunkte unter ihrem Stand vom April 2013, dem höchsten nach der Krise erreichten Wert (siehe Abbildung 6). Dieser Rückgang war in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen zu beobachten. Die Langzeitarbeitslosigkeit (d. h. Personen, die mindestens zwölf Monate ohne Beschäftigung sind) liegt nach wie vor bei gut 5 % der Erwerbspersonen.

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 dritte Quartal 2016 (Beschäftigung), Dezember 2016 (EMI) bzw. November 2016 (Arbeitslosigkeit).

Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben verstärken. Nach einem leichten Rückgang im dritten Vierteljahr 2016 hat sich die Stimmung unter den Verbrauchern im Schlussquartal merklich verbessert. Infolgedessen liegt das Verbrauchervertrauen deutlich über seinem langfristigen Durchschnittswert. Darüber hinaus stehen die Angaben zum Einzelhandel (bis November 2016) und zu den Pkw-Neuzulassungen (für das gesamte vierte Quartal) im Einklang mit einem Anstieg der privaten Konsumausgaben im letzten Jahresviertel 2016, der etwas höher ausgefallen sein könnte als im dritten Vierteljahr. Zudem dürfte sich auch der anhaltende Beschäftigungszuwachs, der aus den jüngsten Umfrageindikatoren hervorgeht, weiterhin stützend auf den privaten Verbrauch auswirken. Schließlich haben auch die bilanziellen Restriktionen der privaten Haushalte nachgelassen, wie an ihrer rückläufigen Verschuldung im

Verhältnis zum verfügbaren Einkommen abzulesen ist. Diese Entwicklung sollte die Robustheit der gesamten Konsumdynamik noch verstärken.

Die Investitionstätigkeit schwächte sich im dritten Jahresviertel ab, nachdem im zweiten Quartal ein recht positives Ergebnis verzeichnet worden war. Laut der zweiten Schätzung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet, die am 6. Dezember 2016 veröffentlicht wurde, erhöhten sich die Investitionen insgesamt im dritten Vierteljahr um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Dahinter verbirgt sich ein Anstieg der Bauinvestitionen, der zum Teil durch einen Investitionsrückgang außerhalb des Baugewerbes aufgezehrt wurde. Ursächlich für die letztgenannte Entwicklung war eine Abnahme im Bereich „Fahrzeuge“, die unter anderem als eine Umkehr des positiven Wachstumsergebnisses im zweiten Quartal gesehen werden kann. Bei den „sonstigen Ausrüstungen“ blieben die Investitionen im dritten Jahresviertel weitgehend gleich, während im Bereich „geistiges Eigentum“ ein Zuwachs verzeichnet wurde. Gleichzeitig spiegelten die höheren Bauinvestitionen vor allem einen Anstieg beim Wohnungsbau wider. Die jüngste Entwicklung der Bauinvestitionen bestätigt tendenziell die Erholung in diesem Sektor.

Für das Schlussquartal 2016 deuten die aktuellen Daten auf eine Belebung der Unternehmensinvestitionen hin, während die Bauinvestitionen etwas langsamer als im dritten Jahresviertel zugenommen haben dürften. Die im Oktober und November verzeichnete Ausweitung der Investitionsgüterproduktion lässt auf ein kräftigeres Wachstum der Unternehmensinvestitionen im vierten Quartal schließen. Zudem fiel das Vertrauen im Investitionsgütersektor im Schlussquartal durchschnittlich höher aus als im dritten Vierteljahr, und die Auftragslage wurde sowohl insgesamt als auch im Hinblick auf die Auslandsbestellungen als günstiger eingeschätzt. Was die Bauinvestitionen betrifft, so weisen die monatlichen Daten zur Bauproduktion auf ein positives Wachstum im letzten Jahresviertel 2016 hin, wenngleich dieses niedriger ausgefallen sein dürfte als im Quartal zuvor. Die Umfrageindikatoren zur Nachfrage und zur Einschätzung der Auftragslage wie auch die Baugenehmigungen stehen überdies nach wie vor mit einer weiteren Belebung in nächster Zeit im Einklang.

Die Erholung der Investitionen dürfte sich auch über die kurze Frist hinaus fortsetzen. Die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, der Ersatzbedarf und die steigenden Gewinne dürften die Unternehmensinvestitionen stützen. In Kasten 2 werden die Auswirkungen von Finanzzyklen auf das Produktionspotenzial und damit zusammenhängende Messprobleme erörtert. Bei den Bauinvestitionen sollten Faktoren wie das höhere verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die besseren Kreditbedingungen die Nachfrage in diesem Sektor stärken. Abwärtsrisiken für die Investitionsaussichten der Unternehmen ergeben sich aus geopolitischen Faktoren, unter anderem aus den Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit und der US-amerikanischen Handelspolitik.

Die Daten für den Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets deuten auf eine etwas höhere Exportdynamik im Schlussquartal hin.

Während die Gesamtausfuhren des Euroraums im dritten Jahresviertel – vor allem aufgrund der schwachen Warenexporte – rückläufig waren, lassen die monatlichen Daten für Oktober und November darauf schließen, dass die Warenausfuhr in Länder außerhalb des Eurogebiets im vierten Quartal leicht gestiegen ist. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf die Nachfrage sowohl aus den Schwellen- als auch den Industrieländern. Was die Schwellenländer betrifft, so beschleunigte sich das Wachstum der Exporte nach China, und auch die Ausfuhren nach Russland und Lateinamerika verzeichneten einen Zuwachs. Bei den Industrieländern waren die Exporte in die Vereinigten Staaten weitgehend stabil, während sich die Ausfuhren in europäische Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets erhöht haben dürften.

Die Ausfuhren des Euroraums dürften sich im Einklang mit dem Welthandel sukzessive erholen.

Umfrageindikatoren signalisieren eine Verbesserung der Auslandsnachfrage und des Auftragseingangs im Exportgeschäft. Außerdem sollte der seit dem dritten Jahresviertel 2016 verzeichnete Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure des Euroraums bis zu einem gewissen Grad erhöhen. Allerdings könnten weltweit aufkommende protektionistische Tendenzen auf längere Sicht Abwärtsrisiken für die Aussichten in Bezug auf die Auslandsnachfrage darstellen.

Aus den jüngsten Konjunkturindikatoren ergibt sich insgesamt für das Schlussquartal 2016 ein etwas stärkeres Wachstum als im dritten Vierteljahr.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) lag im Oktober und November im Schnitt 1,0 % über ihrem Wert vom dritten Jahresviertel, als sich die Produktion auf Quartalsbasis um 0,5 % erhöhte. Aktuellere Umfrageergebnisse stehen ebenfalls mit einem auf kurze Sicht moderat zunehmenden Wachstum in Einklang. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie belief sich im vierten Quartal 2016 auf durchschnittlich 53,8 Punkte nach 52,9 Zählern im dritten Jahresviertel, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) stieg im selben Zeitraum von 104,3 Zählern auf 106,9 Punkte (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren – EMI und ESI – liegen somit nach wie vor über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

Das Wirtschaftswachstum wird sich voraussichtlich weiter festigen.

Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen unterstützt die Binnennachfrage und erleichtert den anhaltenden Prozess des Verschuldungsabbaus. Die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen fördern weiterhin die Erholung der Investitionstätigkeit. Darüber hinaus stützt der anhaltende Beschäftigungszuwachs, der auch von vergangenen Strukturreformen profitiert, die privaten Konsumausgaben über die Zunahme des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte. Gleichzeitig gibt es Anzeichen für eine etwas stärkere weltweite Erholung. Allerdings dürfte das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet durch die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst werden. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen nach wie vor die

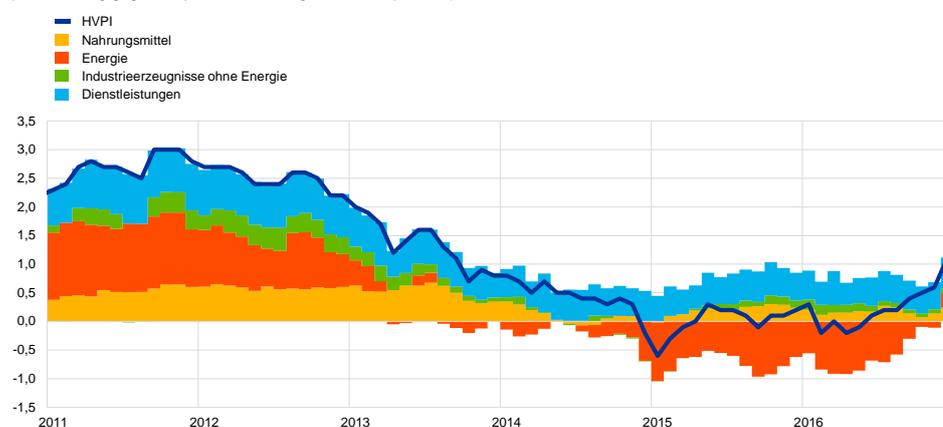
Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Januar von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Oktober nur geringfügig – auf rund 1,5 % für den Zeitraum von 2017 bis 2019 – revidiert wurden.

Die Gesamtinflation ist im Dezember 2016 beträchtlich gestiegen. Die Teuerung nach dem HVPI erhöhte sich im Dezember auf 1,1 % nach 0,6 % im Vormonat (siehe Abbildung 7). Diese Zunahme war insbesondere auf den deutlich kräftigeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen, der erneut in erheblichem Maße zum Wiederanstieg der Gesamtinflationsrate im Vergleich zum Tiefstand von -0,2 % im April 2016 beitrug. Ursächlich für den stärkeren Preisauftrieb bei Energie waren zum Großteil beträchtliche aufwärtsgerichtete Basiseffekte, die sich auch auf die Inflationsrate zu Beginn des laufenden Jahres auswirken werden (siehe Kasten 4).

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 Dezember 2016.

Die Kerninflation lässt keinen überzeugenden Aufwärtstrend erkennen. Die Vorjahrsrate der am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessenen Teuerung lag im Dezember bei 0,9 %, verglichen mit 0,8 % im Viermonatszeitraum bis November. Die auf Länderebene vorliegenden Daten lassen den Schluss zu, dass der leichte Anstieg vom Dezember weitgehend auf eine Zunahme der volatilen Preise für Dienstleistungen im Reiseverkehr zurückzuführen ist. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel liegt nach wie vor deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 1,5 %. Zudem lassen auch alternative Messgrößen kein Anziehen des zugrunde liegenden Inflationsdrucks erkennen. Zurückzuführen ist dies möglicherweise zum Teil auf verzögerte abwärtsgerichtete indirekte Effekte im Zusammenhang mit in der Vergangenheit verzeichneten niedrigen Ölpreisen und grundsätzlich auch auf einen weiterhin schwachen binnenwirtschaftlichen Kostendruck.

Der Preisdruck ist nach wie vor gedämpft. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel lag im November bei -0,9 % und damit unter dem Vormonatswert von -0,5 %; die Teuerung auf der Erzeugerebene blieb indes mit 0,2 % im November unverändert. Bislang wurde der Aufwärtsdruck, der sich aus einer höheren Kapazitätsauslastung und den verzögerten Auswirkungen zurückliegender Wechselkursverluste des Euro ergibt,

anscheinend durch den Abwärtsdruck, der mit dem verzögerten Durchwirken von Rohstoffpreistrückgängen sowie ganz allgemein dem globalen Disinflationsdruck zusammenhängt, ausgeglichen.

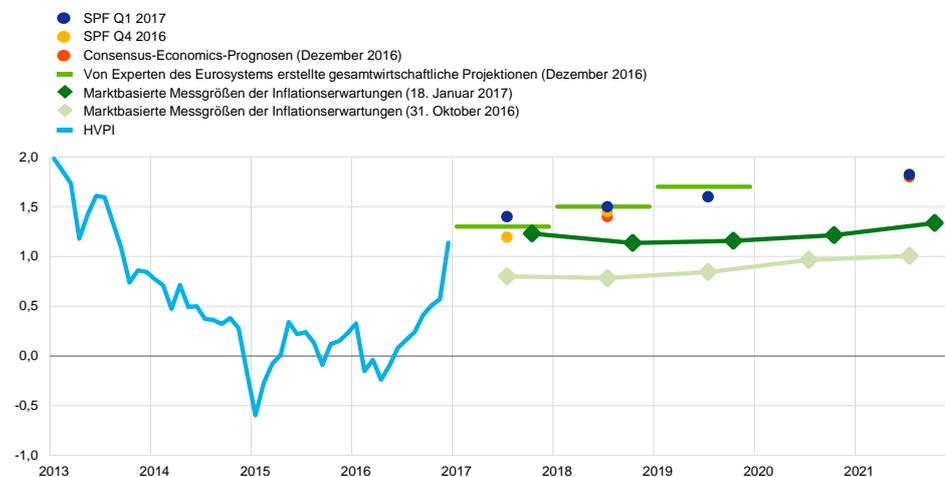
Das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet ist – ausgehend allerdings von einem niedrigen Niveau – leicht gestiegen. Im dritten Quartal 2016 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer leicht auf 1,3 % nach 1,1 % im zweiten Jahresviertel. Trotzdem ist der Lohnzuwachs im historischen Vergleich nach wie vor gedämpft. Zu den das Lohnwachstum möglicherweise belastenden Faktoren zählen die weiterhin beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, der schwache Produktivitätszuwachs und die immer noch spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise eingeführten Arbeitsmarkt-reformen. Daneben trägt das in den letzten Jahren beobachtete Niedriginflationsumfeld über formelle und informelle Indexierungsmechanismen zu einem niedrigeren Lohnwachstum bei.

Die längerfristigen marktbasierten Inflationserwartungen sind weiter gestiegen, und der Abstand gegenüber höheren umfragebasierten Messgrößen hat sich verringert. Seit Anfang Dezember haben sich die marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen über alle Laufzeiten hinweg erhöht und setzten damit ihren seit der zweiten Jahreshälfte 2016 beobachteten Aufwärtstrend fort. So stieg die fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren von 1,70 % Anfang Dezember auf 1,73 % Mitte Januar. Diese Entwicklung ist vornehmlich auf einen Anstieg der Inflationsrisikoprämie zurückzuführen. Der jüngste von der EZB im Januar durchgeführte Survey of Professional Forecasters (SPF) zeigt, dass die langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum mit rund 1,8 % weitgehend stabil blieben. Die Inflationserwartungen auf kurze Sicht wurden leicht nach oben korrigiert (siehe Abbildung 8), wofür die Ölpreisentwicklung verantwortlich sein dürfte (siehe auch Kasten 5).

Abbildung 8

Marktbasierte und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Thomson Reuters, Consensus Economics, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und EZB-Berechnungen.

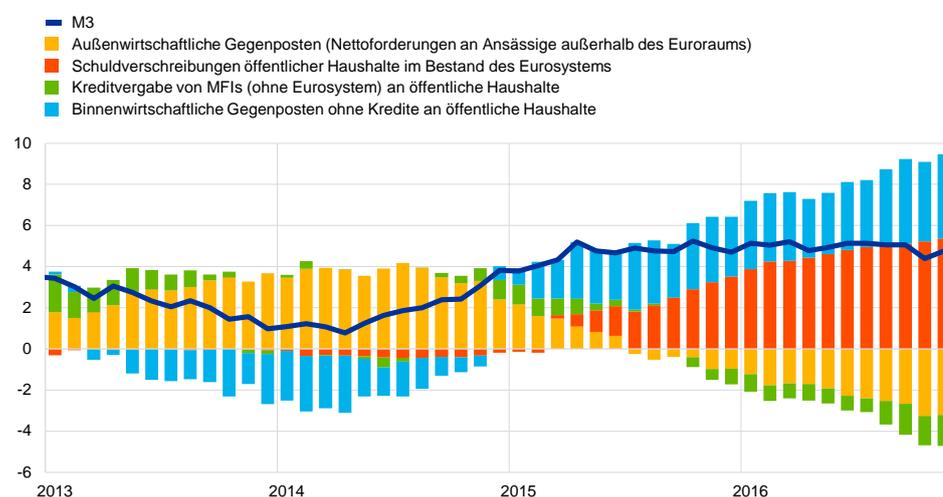
Anmerkung: Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen beziehen sich auf einjährige Termininflationraten, abgeleitet von inflationsindexierten Nullkupon-Swaps basierend auf dem HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren und bereinigt um eine dreimonatige Verzögerung bei der Indexierung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. Januar 2017.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 blieb solide. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich von 4,4 % im Oktober auf 4,8 % im November, nachdem sie sich zuvor seit April 2015 um ein Niveau von rund 5 % bewegt hatte (siehe Abbildung 9 und 10). Die M3-Dynamik wurde weiterhin durch die liquiden Komponenten bestimmt, da die Opportunitätskosten für das Halten liquider Einlagen angesichts der sehr niedrigen Zinsen und der flachen Zinsstrukturkurve gering waren. Das jährliche M1-Wachstum beschleunigte sich von 8,0 % im Oktober auf 8,7 % im November; zuvor hatte es sich gegenüber seinem im Juli 2015 erreichten Höchststand mehrfach verlangsamt.

Abbildung 9
Geldmenge M3 und Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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 November 2016.

Die Dynamik der weit gefassten Geldmenge wurde erneut durch binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung bestimmt. Der Erwerb von Schuldverschreibungen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) wirkte sich nach wie vor deutlich positiv auf das M3-Wachstum aus (siehe die orangefarbenen Balken in Abbildung 9). Dagegen blieb der Beitrag der Kreditvergabe der monetären Finanzinstitute (MFIs) ohne Eurosystem an öffentliche Haushalte negativ (siehe die grünen Balken in Abbildung 9).

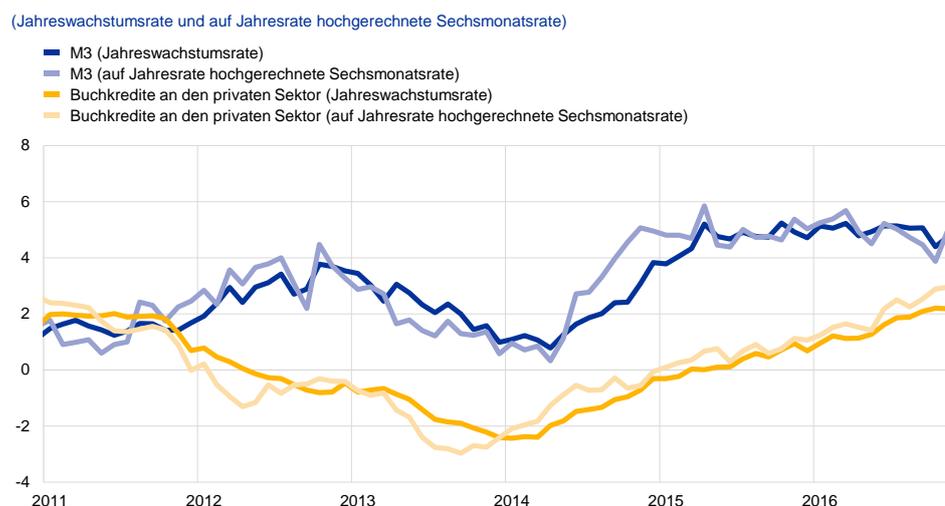
Auch die binnenwirtschaftlichen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte übten einen positiven Einfluss auf das M3-Wachstum aus (siehe die blauen Balken in Abbildung 9). In dieser Entwicklung kommt zum einen die allmähliche Belebung der Kreditvergabe an den privaten Sektor zum Ausdruck; zum anderen wurde das M3-Wachstum nach wie vor durch die stark negative Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) gestützt. Dies hängt unter anderem mit der flachen Zinsstrukturkurve zusammen, die sich durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB

ergibt und aus Anlegersicht die Attraktivität der Haltung langfristiger Einlagen und Bankanleihen schmälert. Auch die Verfügbarkeit der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) als Alternative zur längerfristigen marktbasierter Bankfinanzierung spielte hier 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). Hinter dieser Entwicklung verbergen sich anhaltende Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet. Der Verkauf von Staatsanleihen des Eurogebiets durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP trägt erheblich zu diesem Trend bei, da die daraus erzielten Erträge überwiegend in Instrumente außerhalb des Euroraums investiert werden.

Die allmähliche Erholung des Buchkreditwachstums setzte sich fort. Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) blieb im November stabil (siehe Abbildung 10), wobei die Jahreswachstumsraten der Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wie auch an private Haushalte leicht zunahmen. Die Erholung des Buchkreditwachstums wurde durch den erheblichen Rückgang der Bankkreditzinsen seit Sommer 2014 (im Wesentlichen bedingt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB) und durch eine höhere Nachfrage nach Bankdarlehen gestützt. Unterdessen 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



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

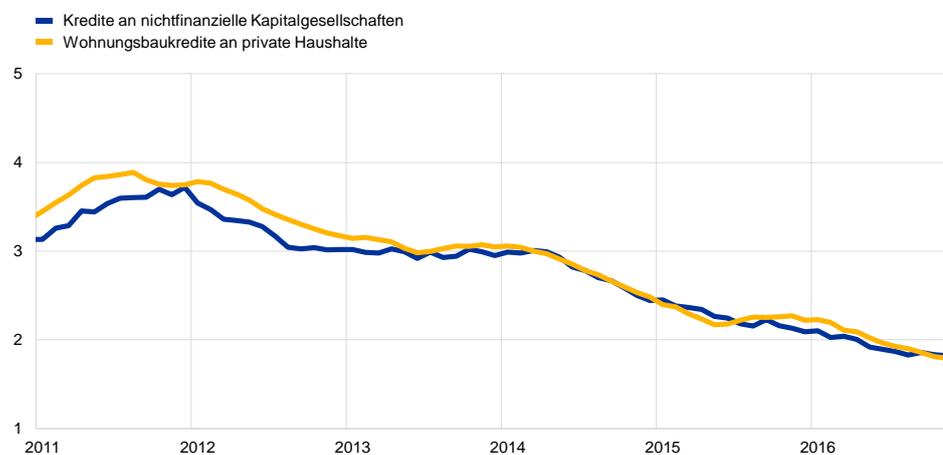
Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2017 lässt darauf schließen, dass das Wachstum der Buchkredite im vierten Quartal 2016 weiterhin von einer Nachfragebelebung in allen Darlehenskategorien gefördert wurde. Die Kreditrichtlinien für Ausleihungen an Unternehmen und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte haben sich weitgehend stabilisiert. Die steigende Kreditnachfrage wurde durch verschiedene Faktoren angetrieben, insbesondere durch das niedrige allgemeine Zinsniveau, eine Zunahme der Fusionen und Übernahmen sowie der Fremdfinanzierung, die günstigen Aussichten an den Wohnimmobilienmärkten und das zunehmende Verbrauchervertrauen. Die GLRGs hatten nach wie vor einen lockernenden Effekt auf die Kreditbedingungen und im zweiten Halbjahr 2016 auch zunehmend auf die Kreditrichtlinien. Die Banken gaben an, dass ihre Teilnahme am dritten GLRG-II-Geschäft im Dezember fast ausschließlich durch Ertragsüberlegungen motiviert war. Außerdem verwendeten sie die in der Vergangenheit im Rahmen der GLRGs aufgenommenen Mittel weiterhin zur Kreditvergabe, vor allem von Unternehmenskrediten. Die Banken reagierten im zweiten Halbjahr 2016 nach wie vor auf regulatorische bzw. aufsichtsrechtliche Maßnahmen, indem sie ihre Kapitalpositionen weiter stärkten und ihre risikogewichteten Aktiva abbauten.

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte pendelten sich im November auf ihren historischen Tiefständen ein (siehe Abbildung 11). In der Zeit von Mai 2014 bis November 2016 sanken die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte im Euroraum um rund 110 Basispunkte. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte deutlich kräftiger nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. In diesem Zeitraum sanken die Bankkreditzinsen in den angeschlagenen Ländern des Eurogebiets stärker als in den übrigen Euro-Ländern, was auf ein verbessertes Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen hindeutet. Unterdessen verengte sich im Eurogebiet der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und für große Kredite (mehr als 1 Mio €). Dies lässt allgemein darauf schließen, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von den rückläufigen Kreditzinsen profitiert haben als große Unternehmen.

Abbildung 11

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



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 November 2016.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im vierten Quartal 2016 robust, schwächte sich im Dezember jedoch ab.

Aus den jüngsten EZB-Daten geht hervor, dass die Emissionstätigkeit im Oktober und November dynamisch blieb. Gestützt wurde sie unter anderem weiterhin durch den Ankauf von Unternehmensanleihen durch die EZB. Vorläufigen Daten zufolge verlangsamte sich die Emissionstätigkeit im Dezember aufgrund eines weltweiten Renditeanstiegs sowie saisonaler Faktoren. Die Begebung börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm im Schlussquartal 2016 beträchtlich zu.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum sind im Dezember 2016 Schätzungen zufolge günstig geblieben.

Ihre gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten dürften in diesem Monat leicht zurückgegangen sein und damit wieder den historischen Tiefstand vom Juli erreicht haben, nachdem sie im Oktober und November weitgehend gleich geblieben waren. Der im Dezember verzeichnete Rückgang der Finanzierungskosten insgesamt lässt sich ausschließlich durch niedrigere Kosten der Beteiligungsfinanzierung erklären, die sich durch höhere erwartete Gewinne und einen Rückgang der Aktienrisikoprämien ergaben. Bei den Kosten der Fremdfinanzierung gab es im Gefolge des Renditeanstiegs an den globalen Anleihemärkten in den letzten Monaten Anzeichen für eine mögliche Wende.

Kästen

1 Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet verbreitert sich

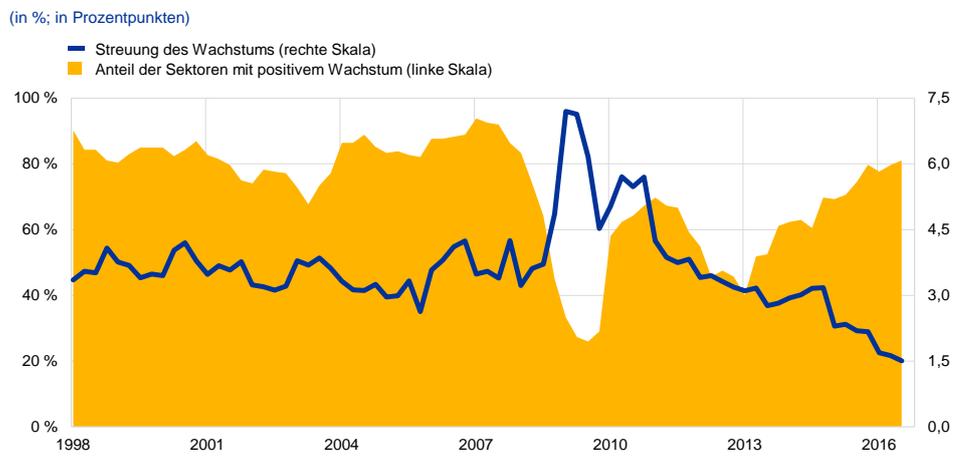
Das Wirtschaftswachstum im Euroraum gewinnt seit 2013 an Breite. Seit Beginn des Aufschwungs im zweiten Quartal 2013, d. h. seit knapp vier Jahren, hat sich die Produktionsleistung im Eurogebiet stetig erhöht. Wenngleich die Erholung schrittweise und moderat verläuft, gibt es Hinweise darauf, dass sie inzwischen sowohl auf Länder- als auch auf Sektorebene auf einem breiteren und festeren Fundament beruht. Dies ist ein positives Signal für die künftige wirtschaftliche Entwicklung, da Aufschwungsphasen tendenziell stärker und widerstandsfähiger sind, wenn das Wachstum breiter angelegt ist. Im Gegensatz dazu war das Wachstum während der kurzlebigen Erholung 2009-2010 relativ ungleichmäßig verteilt, was in deutlichem Kontrast zur jüngsten Entwicklung steht.

Der konjunkturelle Aufschwung hat zunehmend mehr Länder und Sektoren des Euroraums erreicht. In Abbildung A sind Daten zur Wertschöpfung für die neun wichtigsten Wirtschaftszweige (ohne Landwirtschaft) in 18 Euro-Ländern (ohne Malta), d. h. für 162 Land-Sektor-Paare, ausgewiesen. Der gelbe Bereich in Abbildung A gibt den prozentualen Anteil aller Land-Sektor-Paare mit einer positiven Jahreswachstumsrate wieder.¹ Anhand dieser Messgröße lässt sich die Breite der Erholung abbilden, da kleine und große Länder bzw. Sektoren dieselbe Gewichtung erhalten. Die Messgröße weist seit 2013 einen stetigen Anstieg auf. So lag sie im dritten Quartal 2016 mit mehr als 80 % deutlich über dem Durchschnitt des Zeitraums von 1996 bis 2016 (73 %) und auch weit über dem während der Erholungsphase 2009-2010 beobachteten Niveau.

¹ Ein Wert von 100 % würde bedeuten, dass alle Sektoren in allen Ländern ein positives Wachstum verzeichnen, ein Wert von 0 % hingegen würde eine in allen Sektoren und in allen Ländern rückläufige Wirtschaftstätigkeit signalisieren.

Abbildung A

Anteil der Sektoren mit positivem Wachstum und Streuung des Wertschöpfungswachstums zwischen den Ländern und Sektoren

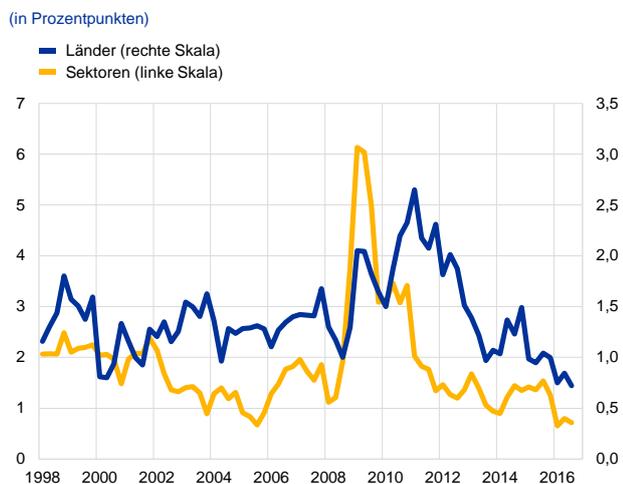


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Anteil der Sektoren mit positivem Wachstum entspricht dem Prozentsatz der 162 Land-Sektor-Paare, die einen Anstieg der Wertschöpfung gegenüber dem Vorjahr verzeichneten. Die Streuung des Wachstums entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses bei denselben 162 Land-Sektor-Paaren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2016.

Abbildung B

Streuung des Wertschöpfungswachstums zwischen den Ländern und Sektoren des Euroraums



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Streuung des Wachstums zwischen den Ländern entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses in 18 Ländern des Euroraums (ohne Malta). Die Streuung des Wachstums zwischen den Sektoren entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses in den neun wichtigsten Wirtschaftszweigen des Euroraums (ohne Landwirtschaft). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2016.

Die Streuung des Wachstums zwischen den einzelnen Wirtschaftszweigen und Ländern ist deutlich zurückgegangen. Die gewichtete Standard-

abweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses hat sich bei den vorgenannten 162 Land-Sektor-Paaren seit 2009 kontinuierlich verringert. Die im Jahr 2009 verzeichnete Spitze im Wachstumsgefälle zwischen den Sektoren war auf den Zusammenbruch des Welthandels (Industrie) und des Wohnimmobilienmarkts (Baugewerbe) zurückzuführen, während die im Jahr 2011 beobachtete Maximaldifferenz zwischen den Ländern durch die Staatsschuldenkrise bedingt war (siehe Abbildung B). Die in der Folge geringere Streuung des Wirtschaftswachstums auf Länderebene fiel zeitlich weitgehend mit einer rückläufigen Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen in den einzelnen Euro-Ländern zusammen.² In der aktuellen Erholungsphase hat das länder- und sektorübergreifende Gefälle beim Wertschöpfungswachstum Ausmaße wie noch nie seit Einführung der WWU erreicht. Dies lässt im Verbund mit der Breite der Erholung darauf schließen, dass das Wachstum

inzwischen wesentlich gleichmäßiger über die einzelnen Länder und Sektoren des Eurogebiets hinweg verteilt ist.

² Siehe auch den Aufsatz „Transmission geldpolitischer Sondermaßnahmen auf MFI-Zinssätze im Kreditgeschäft“ in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

Die Verbreiterung des Wirtschaftswachstums ist eine ermutigende Entwicklung, kann sie doch als Zeichen positiver Übertragungseffekte auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gesehen werden. Input-Output-Verflechtungen zwischen den Wirtschaftszweigen sowie die Handelsbeziehungen der Länder untereinander können Komplementäreffekte zwischen den Aktivitäten in den einzelnen Sektoren und Ländern zeitigen.³ Daraus ergibt sich ein positiver Zusammenhang zwischen den Ausgaben in einem bestimmten Sektor oder Land und jenen in anderen Branchen bzw. Ländern. Über diese Nachfrageexternalität können die Ausgaben eines Sektors oder Landes zu Übertragungseffekten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage führen.⁴ Die zunehmende Breite des Wirtschaftswachstums kann daher als ein Zeichen dafür gewertet werden, dass die Nachfrage auf immer mehr Sektoren und Länder übergreift, was wiederum die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter stützen sollte. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu dem konstant großen Wachstumsgefälle, das während der Erholung in den Jahren 2009-2010 zu verzeichnen war.

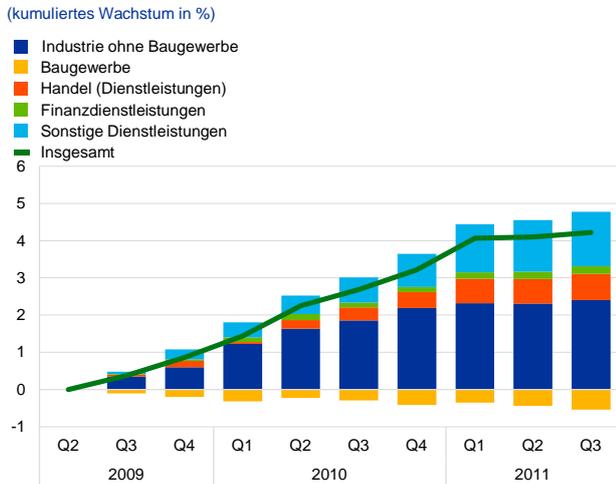
Das gegenwärtige Wirtschaftswachstum ist breiter fundiert als die nach der Finanzkrise in den Jahren 2009-2010 verzeichnete Erholung. Die Erholungsphase 2009-2010 im Gefolge der Finanzkrise spiegelte in erster Linie Verbesserungen in der Industrie und im Bereich der „sonstigen Dienstleistungen“ wider. Da sich aber in einigen Euro-Ländern der Preiseinbruch am Wohnimmobilienmarkt fortsetzte, hielt die rückläufige Entwicklung im Baugewerbe weiter an. Nach der Staatsschuldenkrise hat die Erholung seit 2013 deutlich an Breite gewonnen und erstreckt sich nun auch auf die Handelsdienstleistungen. In jüngerer Zeit hat – im Einklang mit der Erholung am Wohnimmobilienmarkt – auch im Bausektor eine Expansion eingesetzt (siehe Abbildung C und D).

³ Siehe R. Cooper und A. John, Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 103, 1988, S. 441-463.

⁴ Siehe A. Schleifer und R. Vishny, The Efficiency of Investment in the Presence of Aggregate Demand Spillovers, in: Journal of Political Economy, Bd. 96, 1988, S. 1221-1231.

Abbildung C

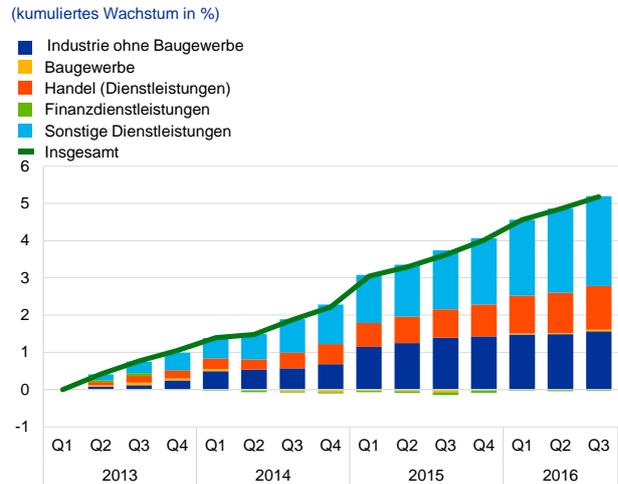
Veränderung der Wertschöpfung im Euroraum während der Erholung 2009-2010 (nach der Finanzkrise)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zu den „sonstigen Dienstleistungen“ zählen u. a. Information und Kommunikation, Grundstücks- und Wohnungswesen, wissenschaftliche und technische Dienstleistungen, öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheitswesen.

Abbildung D

Veränderung der Wertschöpfung im Euroraum seit 2013 (nach der Staatsschuldenkrise)

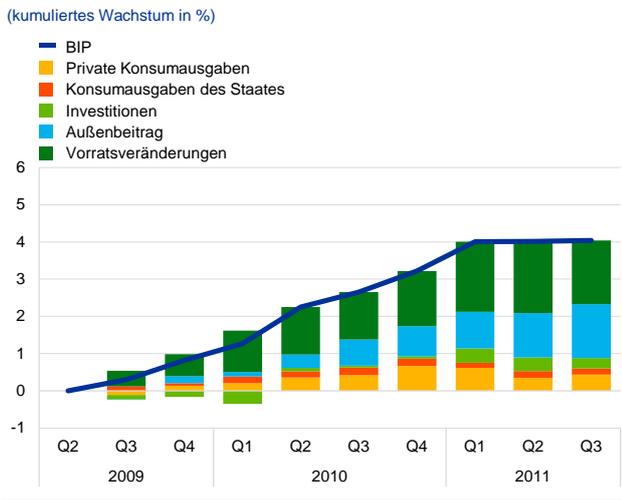


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zu den „sonstigen Dienstleistungen“ zählen u. a. Information und Kommunikation, Grundstücks- und Wohnungswesen, wissenschaftliche und technische Dienstleistungen, öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheitswesen.

Das zuletzt beobachtete Wachstum ist eher auf die Inlandsnachfrage zurückzuführen, wodurch die Erholung stärker selbsttragend ist. Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen der Erholung, die im Jahr 2009 einsetzte, und der aktuellen Belebung ist, dass die frühere Erholung vornehmlich dem Anstieg der Exporte des Euroraums zuzuschreiben war. Im Gegensatz dazu spielt bei der seit 2013 beobachteten Wachstumsphase die Inlandsnachfrage eine größere Rolle als die Auslandsnachfrage. In dieser Hinsicht dürfte die gegenwärtige Erholung stärker selbsttragend sein. Außerdem ist der Einfluss der Vorratsveränderungen im Vergleich zur Erholung von 2009-2010 geringer (siehe Abbildung E und F).

Abbildung E

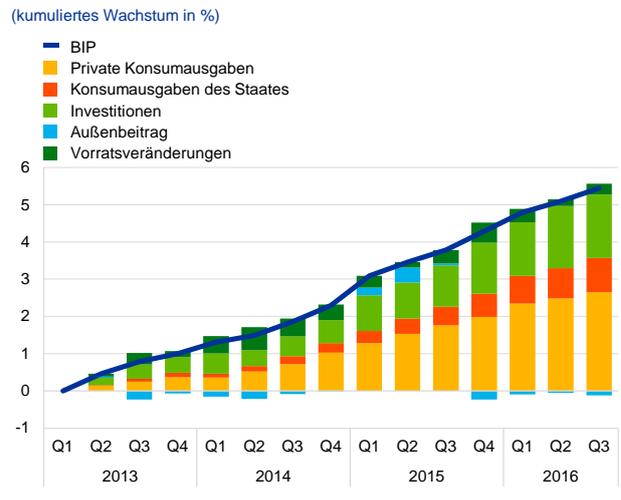
Wachstum des BIP und seiner Komponenten im Euroraum während der Erholung 2009-2010 (nach der Finanzkrise)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung F

Wachstum des BIP und seiner Komponenten im Euroraum seit 2013 (nach der Staatsschuldenkrise)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung hat sich die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets weiter auf breiter Basis verbessert.

Seit Mitte 2013 ist die Beschäftigung im Euroraum gestiegen und hat nunmehr nahezu ihr Vorkrisenniveau erreicht. Dies steht im Gegensatz zur Erholung in den Jahren 2009-2010, als die Beschäftigtenzahl immer noch rückläufig war. Neben der zuletzt geringeren Streuung des Wertschöpfungswachstums zwischen den Ländern und Sektoren (siehe Abbildung A) hat auch das Gefälle beim Beschäftigungswachstum angesichts der fortschreitenden sektoralen Umverteilung von Arbeitskräften kontinuierlich abgenommen. Eine verbesserte Angleichung von Arbeitskräftenachfrage und -angebot könnte auch einen Rückgang der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) implizieren.⁵ Da sich die Arbeitsnachfrage wieder in Richtung beschäftigungsloser Arbeitnehmer verlagert, die zuvor in stark schrumpfenden Sektoren (z. B. im Baugewerbe) angestellt waren, könnte der Lohndruck noch für geraume Zeit verhalten bleiben.

⁵ Siehe D. Lilien, Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment, in: Journal of Political Economy, Bd. 90, 1982, S. 777-793.

2 Finanzzyklen und die Gesamtwirtschaft

Im vorliegenden Kasten wird die Beziehung zwischen Finanzzyklen, der Gesamtwirtschaft und dem Produktionspotenzial erörtert.

Der Finanzzyklus kann als konjunkturelle Schwankungen interpretiert werden, die durch das Finanzsystem verstärkt werden oder unmittelbar von ihm ausgehen. Er manifestiert sich üblicherweise als Gleichlauf von Kreditaggregaten und Vermögenspreisen und kann auch Auswirkungen auf die Entwicklung der Realwirtschaft haben. Zyklische Schwankungen realwirtschaftlicher Variablen entsprechen zwar nicht immer den Finanzzyklen, doch wenn dies der Fall ist, können die daraus resultierenden Konjunkturzyklen deutlich ausgeprägter sein, wobei Talsohlen häufig von Finanzkrisen begleitet werden. In der Fachliteratur wird zunehmend die Ansicht vertreten, dass in diesen Fällen die Schätzung des Produktionspotenzials durch die Einbeziehung von Informationen über den Finanzzyklus profitieren kann.⁶ Ohne derartige Informationen könnte das Produktionspotenzial in einer Hochkonjunkturphase überschätzt und während eines Konjunkturtiefs unterschätzt werden.

Die Wirtschaftstheorie verweist auf einen potenziellen Einfluss des Finanzsystems über den Konjunkturzyklus hinweg.

Finanzielle Faktoren wurden zumindest seit der Großen Depression als mögliche Antriebskräfte von Schwankungen im Konjunkturzyklus angesehen.⁷ Allgemeine Gleichgewichtsmodelle jüngeren Datums unterstreichen darüber hinaus die Rolle finanzieller Friktionen bei Produktionsschwankungen.⁸ Demnach kann das Finanzsystem sowohl Schocks verstärken als auch die Ursache von Schocks sein, die konjunkturelle Schwankungen überhaupt erst auslösen. Aus den Bilanzen von privaten Haushalten, Unternehmen und Banken können unterschiedliche prozyklische Mechanismen (wie z. B. der finanzielle Akzelerator) erwachsen. So können Nachfrageschocks über entsprechende Änderungen des Werts von Sicherheiten (wie Wohn- oder Gewerbeimmobilien) und des realen Werts nominal fixierter Schulden verstärkt werden. Diese theoretischen Überlegungen lassen darauf schließen, dass kredit- und vermögenspreisbedingte Konjunkturschwankungen den Erwartungen zufolge zu höheren Spitzen und tieferen Talsohlen führen als normale Konjunkturzyklen, wobei die Phasen konjunktureller Hochs und Tiefs möglicherweise länger anhalten.

⁶ C. Borio, P. Disyatat und M. Juselius, Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle, Working Papers der BIZ, Nr. 404, 2013; C. Borio, P. Disyatat und M. Juselius, A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output, Working Papers der BIZ, Nr. 442, 2014.

⁷ I. Fisher, The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica*, Bd. 1(4), 1933, S. 337-357.

⁸ Siehe beispielsweise N. Kiyotaki und J. Moore, Credit cycles, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 105, 1997, S. 211-248; M. Gertler und P. Karadi, A Model of Unconventional Monetary Policy, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 58(1), 2011, S. 17-34; B. S. Bernanke, M. Gertler und S. Gilchrist, The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, in: J. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), *Handbook of Macroeconomics*, Bd. 1, Teil C, 1999, S. 1341-1393; M. Iacoviello, House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle, in: *The American Economic Review*, Bd. 95(3), 2005, S. 739-764.

Die empirische Evidenz spricht zunehmend dafür, dass das Finanzsystem einen Einfluss auf die Schwankungen im Konjunkturzyklus hat. Zwar sind nicht alle Fluktuationen im Konjunkturzyklus durch das Finanzsystem bedingt oder stehen im Gleichlauf mit Boom- und Krisenperioden im Finanzsystem, doch gibt es Hinweise darauf, dass die stärksten Schwankungen für gewöhnlich mit der Entstehung und dem Abbau finanzieller Ungleichgewichte in Zusammenhang stehen.⁹ Eine umfassende makrofinanzielle historische Datenbank, die die Entwicklung in 17 Industrieländern während der letzten 150 Jahre abdeckt, lässt den Schluss zu, dass sich Finanz- und Konjunkturzyklen tendenziell parallel bewegen und sich weitaus häufiger in derselben statt in einer unterschiedlichen Phase befinden.¹⁰ Es wurde auch festgestellt, dass die Korrelation des Produktions-, Konsum- und Investitionswachstums mit dem Kreditwachstum in den letzten Jahrzehnten vor dem Hintergrund eines beispiellosen Anstiegs von Hypothekarkrediten erheblich zugenommen hat. Zudem liegen Hinweise darauf vor, dass die kredit- und vermögenspreisbezogenen Variablen eine relativ wichtige Rolle für die Erklärung realwirtschaftlicher Schwankungen auf der globalen Ebene spielen.¹¹ Diese Erkenntnisse deuten darauf hin, dass wirtschaftliche Expansionsphasen, die mit einem kräftigen Kreditwachstum einhergehen, in stärkerem Maße von konjunkturellen (anstatt strukturellen) Faktoren angetrieben werden als sonstige Aufschwungphasen.

Der Pfad des Produktionspotenzials könnte in kreditbasierten Boomphasen überschätzt werden. Standardinstrumente zur Schätzung des Produktionspotenzials, die die Rolle des Finanzsystems bei Schwankungen im Konjunkturzyklus nicht berücksichtigen, können dazu führen, dass die Angebotsseite der Wirtschaft in finanzsystembezogenen Boomphasen zu optimistisch beurteilt wird. Dies gilt vor allem dann, wenn die nominalen Variablen schwächere Signale hinsichtlich einer Überhitzung der Konjunktur aussenden, was beispielsweise zu Zeiten fest verankerter Inflationserwartungen der Fall ist. Während die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und eine geringe Risikoaversion in der Expansionsphase des Konjunkturzyklus das zugrunde liegende Produktivitätswachstum fördern können, indem mehr Innovationen ermöglicht werden, kann ein kreditbasierter Aufschwung auch eine Fehlallokation von Kapital mit sich bringen. Da Wohnimmobilien als Sicherheiten für Hypothekarkredite genutzt werden können, beinhalten derartige Episoden häufig beträchtliche Investitionszuwächse bei dieser Vermögensart, wobei Kapital in Projekten und Aktivitäten mit einer verhältnismäßig niedrigen Produktivität (wie z. B. Wohnungsbau und Immobilienentwicklung) überproportional hoch konzentriert ist.¹² Da Wohnimmobilien in die gängigen Messgrößen des Kapitalstocks mit einfließen, überzeichnen produktionsfunktionsbasierte Methoden, die sich

⁹ Siehe z. B. K. Rogoff, Debt supercycle, not secular stagnation, VoxEU.org, Centre for Economic Policy Research, 2015.

¹⁰ O. Jorda, M. Schularick und A. M. Taylor, Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts, NBER Macroeconomics Annual, Bd. 31, National Bureau of Economic Research, 2016.

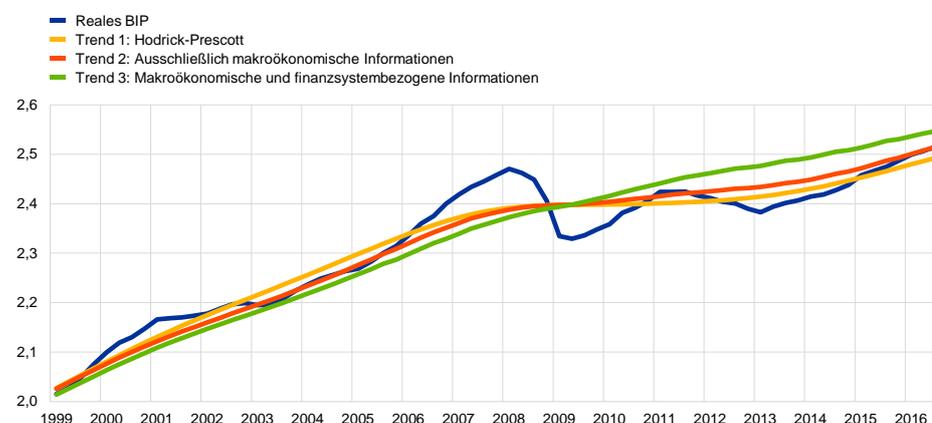
¹¹ S. Dées, Credit, asset prices and business cycles at the global level, Working Paper Series der EZB, Nr. 1895, April 2016.

¹² Allerdings ist die Fehlallokation von Kapital nicht notwendigerweise auf Vermögenswerte im Immobilienbereich beschränkt. Weitere Einzelheiten finden sich bei S. G. Cecchetti und E. Kharroubi, Why does financial sector growth crowd out real economic growth?, Working Papers der BIZ, Nr. 490, 2015.

auf diese Daten stützen, zudem tendenziell die Produktionskapazität der Wirtschaft.¹³ Die nachfolgende Abbildung zeigt Messgrößen des Produktionspotenzials für den Euroraum, die mittels dreier unterschiedlicher Verfahren berechnet werden, darunter auch ein Ansatz, der einen Zusammenhang zwischen dem Finanzzyklus und realwirtschaftlichen Schwankungen als Annahme zugrunde legt. Anhand der letztgenannten Methode werden ein flacherer Pfad des Produktionspotenzialniveaus in den Boomjahren vor der Krise und ein höherer Pfad für den Zeitraum nach 2008 im Vergleich zu den anderen Ansätzen ermittelt, die keine Informationen zu finanziellen Variablen beinhalten. Alle drei Methoden deuten jedoch auf eine Verlangsamung des Potenzialwachstums nach 2008 hin.

Reales BIP und unterschiedliche Messgrößen des Produktionspotenzials im Euroraum

(in Billionen €, Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.¹⁴

Anmerkung: Trend 1 bezieht sich auf eine Messgröße, die anhand des zweiseitigen Hodrick-Prescott-Filters mit dem standardmäßigen Glättungsparameter für Quartalswerte (1600) abgeleitet worden ist. Trend 2 bezieht sich auf eine Schätzung, die aus einem kleinen Unbeobachtete-Komponenten-Modell abgeleitet wird, welches das reale BIP mittels makroökonomischer Beziehungen in reduzierter Form wie des Okunschen Gesetzes und einer Phillips-Kurve in trendmäßige und zyklische Komponenten zerlegt. Trend 3 bezieht sich auf dasselbe Modell, das um eine Finanzzyklus-Komponente erweitert wird, die als ein gemeinsamer latenter Faktor geschätzt worden ist, welcher eine Reihe von Finanzvariablen schwanken lässt – wie etwa das Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, die reale Wachstumsrate der Geldmenge M3 und das reale Wachstum der Wohnimmobilienpreise. Da das Produktionspotenzial eine unbeobachtbare Variable ist, sind alle Methoden mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet.

Schwere Konjunkturabschwünge nach kreditgetriebenen Boomphasen können sich negativ auf das Produktionspotenzial auswirken.

Wirtschaftsabschwünge wie die jüngere Große Rezession können durchaus eine „reinigende Wirkung“ mit positiven Folgen für das künftige Produktivitätswachstum haben, doch die Reallokation der Ressourcen hin zu einer produktiveren Verwendung kann durch Angebotsbeschränkungen im Finanzsystem gehemmt werden. So können insbesondere hohe Quoten notleidender Kredite zusammen mit einem unzureichenden rechtlichen Rahmen für Insolvenzen und Abwicklungen von Banken dazu führen, dass Kapital in Firmen mit niedriger Produktivität gebunden und die

¹³ Die Überschätzung des Produktionspotenzials kann zu einer zu optimistischen Einschätzung der finanzpolitischen Ausrichtung und der Schuldentragfähigkeit von Ländern in – durch den Finanzzyklus befeuerten – Boomphasen führen, was bei Eintreten einer Finanzkrise den haushaltspolitischen Spielraum begrenzen und mithin die Produktion dämpfen könnte. Siehe C. Borio, M. Lombardi und F. Zampolli, Fiscal sustainability and the financial cycle, Working Papers der BIZ, Nr. 552, 2016.

¹⁴ Einen ähnlichen Ansatz verfolgen M. Melolinnä und M. Tóth, Output gaps, inflation and financial cycles in the United Kingdom, Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 585, 2016.

Wahrscheinlichkeit verringert wird, dass innovative und potenziell hoch produktive Unternehmen gekauft werden, in den Markt eintreten oder expandieren.¹⁵ Nominal fixierte Schulden, die in der Hochkonjunkturphase angehäuft werden, können im Verbund mit Sicherheiten, die während einer Konjunkturkrise an Wert einbüßen, die Möglichkeiten ansonsten gesunder Firmen beschränken, Fremdmittel zur Finanzierung produktiver Investitionsprojekte aufzunehmen – insbesondere, wenn die Untergrenze bei den nominalen Zinsen zwingend zu beachten ist. Der daraus resultierende langwierige Prozess der Bilanzsanierung im privaten Sektor kann die Binnennachfrage weiter schwächen und zu anhaltend hohen Arbeitslosenquoten führen. Vor dem Hintergrund langer Phasen hoher Arbeitslosigkeit werden Hysterese-Effekte an den Arbeitsmärkten wahrscheinlicher, insbesondere wenn die Märkte verkrustet und überreguliert sind. Der Reallokationsprozess selbst kann zu einem temporären Rückgang des Produktionspotenzials führen, wenn beispielsweise die Beschaffung von Ressourcen, die in wenig produktiven Aktivitäten gebunden sind, durch hohe Zugangsbarrieren behindert wird.

Die negativen Angebotseffekte infolge von Krisenperioden im Finanzsystem sind nicht zwangsläufig von Dauer und hängen vom wirtschaftspolitischen Gesamtkontext ab. Zwar können Kreditbeschränkungen und andere Unvollkommenheiten im Finanzsystem das Wirtschaftswachstum in einer Erholungsphase sehr wohl spürbar dämpfen, doch dürfte ihre Wirkung auf die Ressourcenallokation mit der Zeit schwinden. Deshalb können Schätzungen des Produktionspotenzials, die diese möglichen Aspekte nicht berücksichtigen, ein übermäßig pessimistisches Bild des Angebotspotenzials während der Erholungsphase nach Finanzkrisen zeichnen. Aus diesem Grund könnten derzeit sowohl die zyklische Erholung als auch die Angebotskapazität der Wirtschaft von einem angemessenen Insolvenz- und Abwicklungsrahmen sowie von einer effektiven Abwicklung notleidender Kredite, insbesondere im Zusammenhang mit einer akkommodierenden Geldpolitik, profitieren.

¹⁵ Siehe M. Adalet McGowen, D. Andrews und V. Millot, The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries, Economics Department Working Papers der OECD, Nr. 1372, 2016.

3 Lohnanpassung und Beschäftigung in Europa: Ergebnisse der Umfrage des Wage Dynamics Network

Der vorliegende Kasten befasst sich mit dem Zusammenhang zwischen Tarifvereinbarungen, abwärtsgerichteten Lohnrigiditäten und Beschäftigung. In der Vergangenheit konnte in einigen Studien auf Basis aggregierter makro-ökonomischer Daten gezeigt werden, dass bestimmte institutionelle Merkmale, die den Lohnbildungsprozess beeinflussen, mit einer abwärtsgerichteten Lohnstarrheit in Zusammenhang stehen, die wiederum den Beschäftigungsrückgang in Abschwungphasen verstärken kann.¹⁶ In diesem Kasten wird anhand von Mikrodaten aus einer Unternehmensbefragung analysiert, ob sich diese Effekte im Zeitraum von 2010 bis 2013 auch auf Firmenebene im Eurogebiet beobachten ließen. Insgesamt bestätigen die Ergebnisse, dass die Tarifpartner zu den in Europa bestehenden Lohnrigiditäten beigetragen und den Beschäftigungsabbau in Rezessionsphasen möglicherweise befördert haben.

Für die nachfolgende Untersuchung werden Daten aus der dritten Auflage der vom Wage Dynamics Network (WDN) des ESZB durchgeführten Umfragen verwendet.¹⁷ **Die WDN3-Umfrage liefert auf Unternehmensebene erhobene Informationen über Wirtschaftsbedingungen und Tarifvereinbarungen in 25 EU-Mitgliedstaaten im Zeitraum von 2010 bis 2013.** Wie diese Daten zeigen, verlief die Entwicklung der befragten Firmen in dem – von der Staatsschuldenkrise geprägten – Betrachtungszeitraum sehr unterschiedlich. Während 44 % der Unternehmen eine rückläufige Nachfrage verzeichneten, berichteten 32 % von Nachfragesteigerungen. Bei den von einem Rückgang betroffenen Firmen wurden deutlich häufiger Stellen abgebaut oder Löhne gekürzt: So ging die Beschäftigung in 43 % dieser Unternehmen zurück, und 14 % senkten die Basislöhne. In Anbetracht des Ausmaßes des Nachfragerückgangs und des Beschäftigungsabbaus scheint der verhältnismäßig geringe Prozentsatz der Lohnsenkungen auf eine abwärtsgerichtete Rigidität der Nominallöhne hinzudeuten. In der Tat gab fast ein Viertel aller Befragten an, die Nominallöhne eingefroren zu haben. Nullrunden sind ebenfalls ein deutlicher Hinweis auf eine Abwärtsrigidität der Löhne, denn sie lassen darauf schließen, dass die Unternehmen mögliche Spannungen im Zusammenhang mit Lohnkürzungen vermeiden wollen, auch wenn diese aufgrund der Wirtschaftslage gerechtfertigt wären.¹⁸

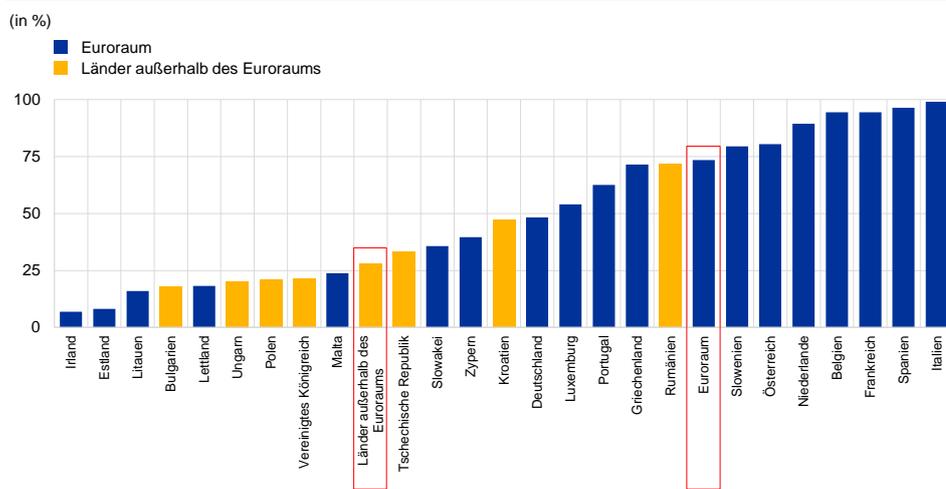
¹⁶ Diese mit Lohnstarrheit in Zusammenhang gebrachten institutionellen Merkmale können sehr vielfältig sein; hierzu zählen unter anderem der gewerkschaftliche Organisationsgrad, Tarifvereinbarungen oder der Kündigungsschutz. Relevante Ergebnisse und ein kurzer Literaturüberblick finden sich beispielsweise in: EZB, Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015, und EZB, Auswirkungen institutioneller Rigiditäten auf die Reagibilität der Löhne im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, in: 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.

¹⁷ Detaillierte Angaben zur jüngsten Erhebung des Wage Dynamics Network und eine Übersicht der wichtigsten Ergebnisse finden sich in: EZB, Neue Erkenntnisse zur Lohnanpassung in Europa im Zeitraum von 2010 bis 2013, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

¹⁸ Hierbei gilt es zu beachten, dass in Griechenland und Zypern ein beträchtlicher Teil der Unternehmen die Löhne im Referenzzeitraum senkte, nachdem in diesen Ländern ein besonders kräftiger Rückgang des BIP zu verzeichnen war.

Abbildung A

Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer – Länderübersicht 2013



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der WDN3-Umfrage in EZB, Neue Erkenntnisse zur Lohnanpassung in Europa im Zeitraum von 2010 bis 2013, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

Anmerkung: Unternehmen mit weniger als fünf Beschäftigten blieben in der Berechnung unberücksichtigt. Die Zahlen sind gewichtet, um die Gesamtbeschäftigung widerzuspiegeln, und reskaliert, um fehlende Angaben auszuschließen. Die Zahlen für Irland sind nicht gewichtet. Die Durchschnittswerte für das Euro-Währungsgebiet und die Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets werden aus den Werten der Länder berechnet, deren Zahlen gewichtet sind.

In der nachfolgenden Analyse spielen Tarifvereinbarungen eine zentrale

Rolle.¹⁹ Der WDN-Umfrage zufolge (Abbildung A) ist der Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer in den Ländern des Eurogebiets erheblich höher (im Schnitt knapp 75 %) als in jenen außerhalb des Euroraums (knapp 30 %). Einige Volkswirtschaften – vor allem Italien, Spanien, Frankreich, Belgien und die Niederlande – liegen merklich über dem Durchschnitt des Eurogebiets. Mit Ausnahme der Niederlande und der Staaten des Baltikums sind diese hohen Niveaus im Wesentlichen auf Tarifvereinbarungen zurückzuführen, die außerhalb des Unternehmens (d. h. auf nationaler oder Branchenebene) und nicht auf dezentraler Firmenebene geschlossen wurden. In Irland, Estland, Lettland und Litauen liegt die Tarifbindung mit einem Wert von unter 20 % indes deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums. Betrachtet man die nicht dem Eurogebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten, so ist der Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer in Bulgarien,

¹⁹ Hinweise, dass die abwärtsgerichtete Lohnstarrheit mit institutionellen Faktoren wie dem hohen gewerkschaftlichen Organisationsgrad oder dem Kündigungsschutz zusammenhängt, finden sich zum Beispiel bei: S. Holden und F. Wulfsberg, Downward Nominal Wage Rigidity in the OECD, in: Journal of Macroeconomics, Bd. 8, S. 1-48, 2008, sowie R. Anderton und B. Bonthuis, Downward Wage Rigidities in the Euro Area, Research Paper Series des GEP, Nr. 2015/09, University of Nottingham, Juli 2015. Verschiedene Studien kamen auch zu dem Ergebnis, dass institutionelle Faktoren die Beschäftigung durch Lohnrigiditäten beeinflussen können. Beispielsweise konnten Dias et al (2013) zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit eines Stellenabbaus in Unternehmen mit flexibleren Basislöhnen geringer ist (D. Dias, C. R. Marques und F. Martins, Wage rigidity and employment adjustment at the firm level: Evidence from survey data, in: Labour Economics, Bd. 23, 2013). Barwell und Schweitzer (2007) stellten für das Vereinigte Königreich fest, dass abwärtsgerichtete Lohnrigiditäten mit höherer Wahrscheinlichkeit zu Entlassungen führen (R. D. Barwell und M. E. Schweitzer, The Incidence of Nominal and Real Wage Rigidities in Great Britain: 1978-98, in: Economic Journal, Bd. 117, Nr. 524, 2007). Babecký et al. (2012) hingegen weisen auf eine mögliche Substituierbarkeit zwischen einer flexiblen Grundvergütung und alternativen Möglichkeiten der Arbeitskostenanpassung – beispielsweise durch Veränderung der flexiblen Lohnbestandteile – hin (J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina und T. Rööm, How do European firms adjust their labour costs when the nominal wages are rigid?, in: Labour Economics, Bd. 19, Nr 5, 2012).

Ungarn, Polen und dem Vereinigten Königreich geringer, während er in Rumänien und Kroatien höher ist

Auf Basis der vom WDN auf Unternehmensebene erhobenen Daten werden im Folgenden Schätzungen zu den aufgrund von Nachfrageänderungen vollzogenen Lohnanpassungen und zum Einfluss von Löhnen auf die Beschäftigung während eines negativen Nachfrageschocks vorgenommen.²⁰

Werden die Daten der 25 Länder in einem Pool zusammengeführt, kann mithilfe ordinaler Probit-Modelle die Reaktion von Löhnen und Beschäftigung auf EU-Ebene aggregiert geschätzt werden.²¹ Hinsichtlich der Löhne lassen sich fünf verschiedene Ergebnisse aus den Unternehmensangaben zu der Entwicklung der nominalen Basislöhne im Zeitraum von 2010 bis 2013 ableiten: stark verringert, moderat verringert, unverändert, moderat erhöht, stark erhöht. Die Lohnspezifikation umfasst auch verschiedene erklärende Variablen wie z. B. den Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer und die Nachfrageentwicklung (in allen fünf Kategorien).²²

Was die heterogenen Reaktionen der Löhne auf Nachfrageänderungen betrifft, so deuten die ökonometrischen Ergebnisse auf asymmetrische Nachfrageelastizitäten der Löhne und somit auf eine abwärtsgerichtete Nominallohnrigidität hin.²³ Abbildung B zeigt, dass der Anstieg der Wahrscheinlichkeit von Lohnanpassungen nach unten als Reaktion auf eine schwächere Nachfrage deutlich geringer ist als der Anstieg der Wahrscheinlichkeit von Lohnanpassungen nach oben infolge eines Nachfrageanstiegs (d. h., die Löhne sind nach unten starrer als nach oben). Zudem führt ein starker oder moderater Nachfragerückgang zu einem signifikanten Anstieg der Wahrscheinlichkeit, dass die Basislöhne unverändert bleiben, während jedoch zu erwarten wäre, dass die Löhne bei einer geringeren Nachfrage sinken. Dies ist ein weiterer Beleg für eine abwärtsgerichtete Nominallohnrigidität, da die Verteilung der Lohnveränderungen bei den unveränderten Basislöhnen dichter zu werden beginnt, wenn die Nachfrage sinkt. Im Gegenzug ist die Wahrscheinlichkeit unveränderter Basislöhne geringer, wenn die Nachfrage moderat oder stark ansteigt.

²⁰ Alle in Abbildung B und C dargestellten ökonometrischen Ergebnisse stützen sich auf die WDN-Umfragedaten und basieren auf Tabelle 3 bzw. 4 in P. Marotzke, R. Anderton, A. Bairrao, C. Berson und P. Tóth, Wage adjustment and employment in Europe, GEP Research Paper Series Nr. 2016/19, University of Nottingham, November 2016.

²¹ Wird die Schätzung lediglich für die Länder des Euro-Währungsgebiets durchgeführt, so gelangt man zu qualitativ gleichwertigen ökonometrischen Ergebnissen für den Euroraum (mit nur geringfügigen Unterschieden bei den Größen der Parameter). Siehe Deutsche Bundesbank, Lohnrigidität und Beschäftigung im Euro-Raum: eine Analyse mit Unternehmensdaten, Monatsbericht Dezember 2016, S. 42-44.

²² Die Spezifikation enthält noch eine Reihe weiterer Kontrollvariablen.

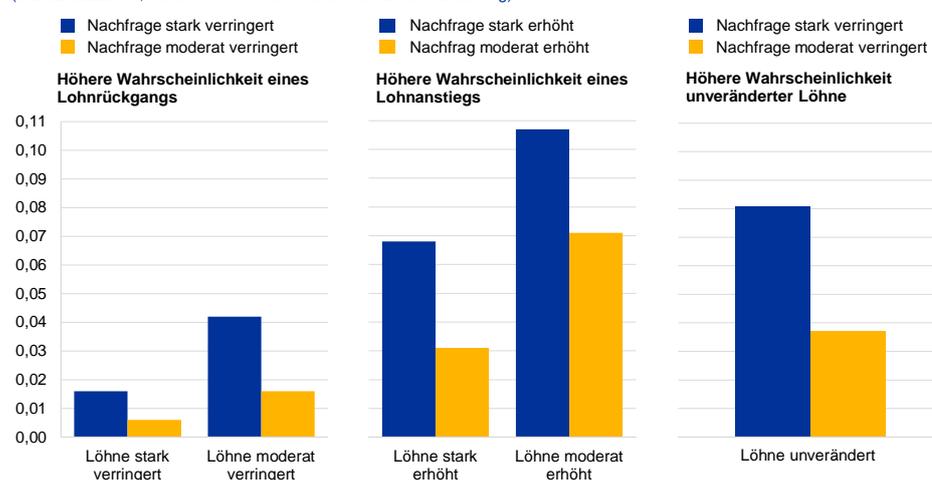
²³ Diese asymmetrischen Nachfrageelastizitäten bleiben de facto unverändert, unabhängig davon, ob die Tarifvereinbarung als Variable mit in die Gleichung eingeht.

Belege für eine abwärtsgerichtete Rigidität der Nominallohne finden sich auch in den Schätzungen in Abbildung C (Grafik A), wobei Tarifvereinbarungen die Wahrscheinlichkeit von Lohnanpassungen nach unten verringern.²⁴ Je höher der Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer in einem Unternehmen ist, desto niedriger ist die Wahrscheinlichkeit einer Lohnsenkung und desto höher die Wahrscheinlichkeit einer Lohnsteigerung. Angesichts des bereits erwähnten hohen tariflichen Abdeckungsgrads in den Ländern des Euroraums lässt dieses Ergebnis auch darauf schließen, dass es in Staaten mit einem höheren Anteil an tarifgebundenen Arbeitnehmern zu deutlich stärkeren abwärtsgerichteten nominalen Lohnrigiditäten kommt.

Abbildung B

Schätzungen der Lohnanpassungen als Reaktion auf unterschiedliche Entwicklungen der Nachfrage

(in Dezimalzahlen; höhere Wahrscheinlichkeit einer Lohnveränderung)



Quelle: Marotzke et al. (2016).

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf Methoden, die ordinale Probit-Modelle verwenden (d. h. marginale Effekte auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des Ereignisses). In der Abbildung ist für verschiedene Nachfrageentwicklungen die geschätzte Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Lohnentwicklung, verglichen mit der Referenzkategorie der unveränderten Nachfrage, dargestellt. So zeigt der Balken ganz links beispielsweise, dass die geschätzte Wahrscheinlichkeit einer starken Lohnsenkung bei einem kräftigen Nachfragerückgang um 1,6 Prozentpunkte höher ist als bei unveränderter Nachfrage (genauere Angaben finden sich in Tabelle 3 des als Quelle angegebenen Dokuments). Alle Parameter sind größtenteils bei einem Niveau von 1 % statistisch signifikant, basierend auf robusten Standardfehlern.

²⁴ Durch die signifikante Korrelation der Fehlerterme wird bestätigt, dass die Löhne in der Beschäftigungsgleichung endogen sind und der Instrumentvariablenansatz angemessen ist.

Allerdings können abwärtsgerichtete Lohnrigiditäten (wie das in Abbildung B dargestellte asymmetrische Lohnverhalten) auch durch andere – möglicherweise tarifvertragsunabhängige – Faktoren bedingt sein, wenn beispielsweise Arbeitgeber befürchten, dass Lohnsenkungen die Motivation der Arbeitnehmer verringern und sich negativ auf die Produktivität auswirken können.²⁵

Aus den Schätzergebnissen ergibt sich auch ein negativer Effekt der abwärtsgerichteten Lohnrigiditäten auf die Beschäftigung (siehe Abbildung C, Grafik B). Auch der Einfluss von Lohnanpassungen auf die Beschäftigung erweist sich als signifikant. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Beschäftigung zurückgeht oder stagniert, ist bei sinkenden Löhnen deutlich geringer (verglichen mit der Referenzkategorie unveränderter Basislöhne). Die Wahrscheinlichkeit eines Beschäftigungsanstiegs nimmt dementsprechend zu, wenn die Löhne sinken. Im Gegensatz dazu erhöht sich im Falle eines Lohnzuwachses die Wahrscheinlichkeit eines Beschäftigungsabbaus (verglichen mit der Referenzkategorie unveränderter Basislöhne).

Insgesamt wird durch die in diesem Kasten vorgestellte Studie bestätigt, dass die von 2010 bis 2013 beobachteten Lohnrigiditäten in Europa mit eher negativen Beschäftigungsentwicklungen in Zusammenhang stehen. Erstens scheint durch die Tarifbindung die Wahrscheinlichkeit von Lohnanpassungen nach unten zu sinken; zweitens stieg die Wahrscheinlichkeit, dass Löhne als Reaktion auf einen Nachfragerückgang nach unten angepasst werden, deutlich weniger an als jene von Lohnanpassungen nach oben als Reaktion auf einen Nachfragezuwachs (was abwärtsgerichtete Lohnrigiditäten und ein asymmetrisches Lohnverhalten vermuten lässt).²⁶ Die Ergebnisse zeigen, dass sich auf Unternehmensebene ein negativer Effekt der abwärtsgerichteten Lohnrigiditäten auf die Beschäftigung ergibt.

²⁵ Obschon die Effizienzlöhne kein empirisches Ergebnis der Studie sind, auf die sich Abbildung B und C beziehen, werden sie häufig als mögliche Ursache für abwärtsgerichtete Lohnrigiditäten genannt. Siehe auch R. Layard, S. Nickell und R. Jackman, *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Kapitel 3, Oxford University Press, 1991; J. Stiglitz, *Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDCs: The Labour Turnover Model*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 88, 1974, S. 194-227; R. Solow, *Another possible source of wage stickiness*, in: *Journal of Macroeconomics*, Bd. 1, Ausgabe 1, 1979, S. 79-82; P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina und T. Rööm, *Why firms avoid cutting wages: survey evidence from European firms*, in: *ILR Review*, Bd. 68, Ausgabe 4, 2015.

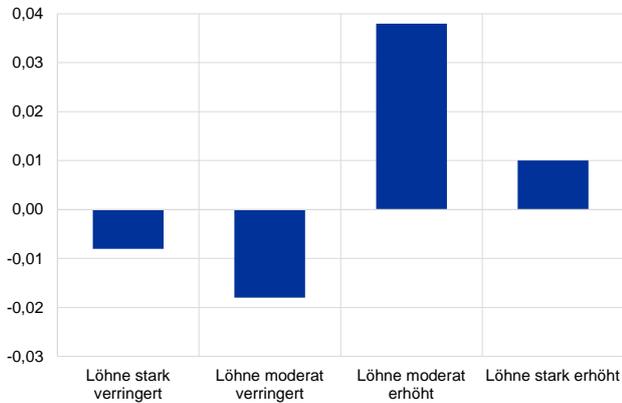
²⁶ Auch hier wird die Veränderung der Wahrscheinlichkeit mit der Situation einer stabilen Nachfrage verglichen.

Abbildung C

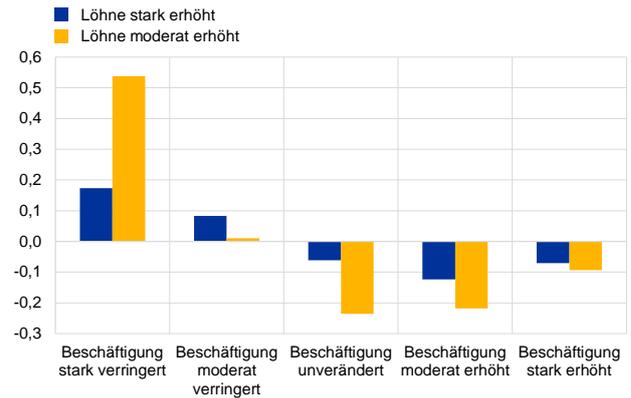
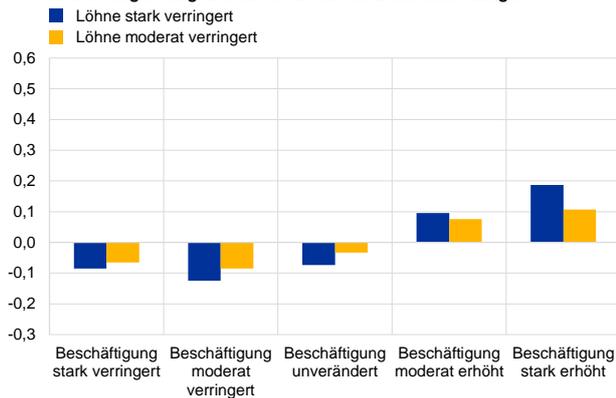
Reaktion der Beschäftigung und der Löhne auf Tarifvereinbarungen und Lohndynamik

(in Dezimalzahlen; Veränderung der Wahrscheinlichkeit von Lohnveränderungen (Grafik A); Veränderung der Wahrscheinlichkeit von Beschäftigungsveränderungen (Grafik B))

Grafik A Veränderung der Wahrscheinlichkeit von Lohnveränderungen aufgrund des Vorhandenseins von Tarifvereinbarungen



Grafik B Veränderung der Wahrscheinlichkeit von Beschäftigungsveränderungen aufgrund unterschiedlicher Lohnentwicklungen



Quelle: Marotzke et al.

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf Methoden, die ordinale Probit-Modelle mit Instrumentvariablen verwenden (d. h. marginale Effekte auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des Ereignisses). In Grafik A der Abbildung ist dargestellt, wie sich die geschätzte Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Lohnentwicklung verändert, wenn sich der Anteil der tarifgebundenen Arbeitnehmer erhöht. Die marginalen Effekte auf die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Lohnveränderung sind in absoluten Zahlen und nicht im Vergleich zu einer Referenzkategorie dargestellt. Zwar basieren die Ergebnisse ausschließlich auf den Angaben von Unternehmen, die einen Nachfragerückgang verzeichnen, doch die Parameter und Ergebnisse liegen sehr nahe an jenen für alle Unternehmen in der Stichprobe und alle fünf Nachfragekategorien. In Grafik B wird für unterschiedliche Lohnentwicklungen die geschätzte Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Beschäftigungsentwicklung, verglichen mit der Referenzkategorie unveränderter Löhne, dargestellt. Alle Parameter sind größtenteils bei einem Niveau von 1 % statistisch signifikant, basierend auf robusten Standardfehlern.

Aus wirtschaftspolitischer Sicht scheint die Tarifbindung zu abwärtsgerichteten Lohnrigiditäten beizutragen, die wiederum den Beschäftigungsabbau in Rezessionsphasen verstärken können. Während der Krise haben einige Euro-Länder Reformen eingeführt, die den Unternehmen mehr Möglichkeiten einräumen, von einer zentralisierteren Tarifbindung, welche sie an nationale, regionale oder sektorale Tarifverträge bindet, zu firmeneigenen Tarifvereinbarungen überzugehen. Ein Ziel solcher Maßnahmen ist es, den Unternehmen den Abschluss von Tarifvereinbarungen zu ermöglichen, die sich stärker an den von ihnen vorgefundenen wirtschaftlichen Bedingungen orientieren. Des Weiteren geht aus der WDN-Umfrage hervor, dass diesbezügliche Reformen der Tarifbindung es den Unternehmen erleichtern, Lohnanpassungen vorzunehmen.²⁷ Dementsprechend können sich zusätzliche Reformen in diese Richtung für die Euro-Länder als nutzbringend erweisen und Beschäftigungsverluste während eines künftigen Abschwungs möglicherweise verringern.

²⁷ So zeigt die WDN-Umfrage, dass es für spanische Unternehmen ihrer Wahrnehmung nach leichter geworden war, während der Krise Lohnkorrekturen vorzunehmen, und dass dies zumindest teilweise mit den Arbeitsmarktreformen in Spanien im Zusammenhang stand (dort wurde z. B. das Tarifsysteem dahingehend geändert, dass Vereinbarungen auf Unternehmensebene Vorrang gegenüber branchenweit geltenden oder regionalen Verträgen genießen). Siehe EZB, Wahrnehmung der Unternehmen von Veränderungen bezüglich der Leichtigkeit von Arbeitsmarktanpassungen und Bedeutung von Reformen in finanziell angeschlagenen Euro-Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2013 (auf Basis der WDN3-Umfrage), Kasten 1, in: Neue Erkenntnisse zur Lohnanpassung in Europa im Zeitraum von 2010 bis 2013, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

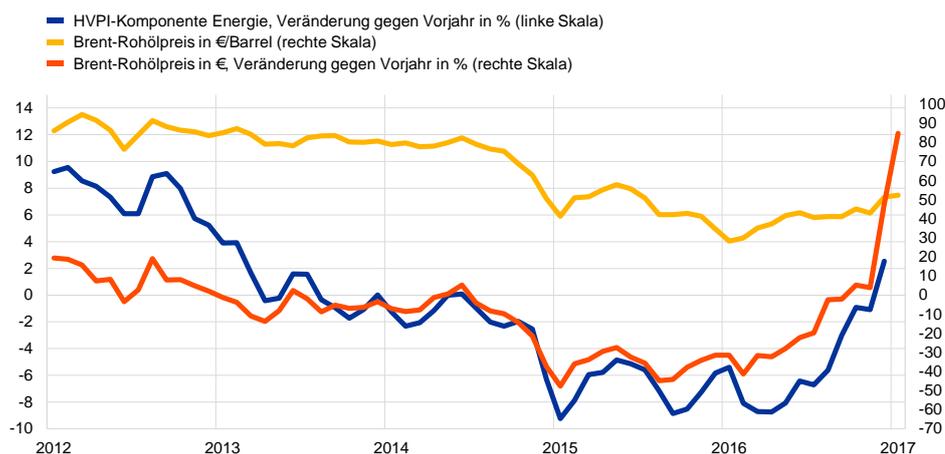
Der Einfluss der Basiseffekte im Bereich Energie auf die kurzfristige Inflationsentwicklung

Der derzeitige Anstieg der HVPI-Gesamtinflation lässt sich im Wesentlichen auf den erhöhten Preisauftrieb bei Energie zurückführen. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate legte im Dezember 2016 auf 1,1 % zu, verglichen mit 0,6 % im Vormonat. Hauptgrund hierfür war eine sprunghafte Zunahme des Preisauftriebs bei der Energiekomponente im Zeitraum von November bis Dezember 2016 um annähernd vier Prozentpunkte. Hierin kamen zwei Faktoren zum Ausdruck: zum einen eine merkliche Verteuerung von Energie gegenüber dem Vormonat und zum anderen ein kräftiger aufwärtsgerichteter Basiseffekt. Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, dass Basiseffekte die Entwicklung der HVPI-Inflation auch zum Jahresanfang 2017 maßgeblich bestimmen werden.

Die jüngste Entscheidung der erdölproduzierenden Länder zur Drosselung der Fördermengen hat zu einem Preisschub bei Erdöl geführt.²⁸ Von November bis Dezember zogen die Ölnotierungen in Euro gerechnet um etwa 20 % an. Dieser Anstieg übertrug sich rasch auf die Entwicklung der Brennstoffkomponenten innerhalb der HVPI-Energiekomponente (siehe Abbildung A). Allerdings ist die Erhöhung der Jahresänderungsrate der Energiepreise im Dezember 2016 vor allem einem aufwärtsgerichteten Basiseffekt geschuldet. Basiseffekte beschreiben, inwieweit eine monatliche Veränderung der jährlichen Teuerungsrate daraus resultiert, dass eine atypische monatliche Veränderung von vor zwölf Monaten (in diesem Fall Dezember 2015) wieder aus dem Preisindex herausfällt.

Abbildung A
Ölpreise und HVPI-Teuerung bei Energie

(in €/Barrel; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Bloomberg und Eurostat.

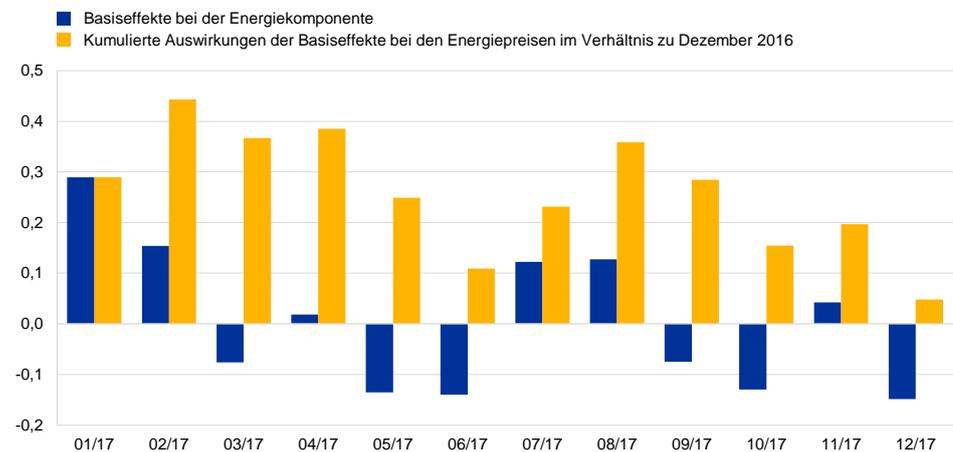
²⁸ Siehe EZB, Die Auswirkungen der OPEC-Vereinbarung von November 2016 auf den Ölmarkt, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2016, Dezember 2016.

Basiseffekte infolge der Energiepreisentwicklung werden die HVPI-Inflation in den kommenden Monaten erheblich beeinflussen. Die Quantifizierung dieser Effekte ist jedoch mit einer gewissen Unsicherheit verbunden, da es keine einheitliche Methode gibt, um den Einfluss einer atypischen monatlichen Preisänderung zu berechnen. In früheren Monats- und Wirtschaftsberichten der EZB basierten die Analysen dieses Einflusses auf einer Subtraktion der tatsächlichen monatlichen Veränderung von einer typischen Entwicklung, d. h. einem geschätzten Saisoneffekt und einem „Trend“, der als durchschnittliche monatliche Veränderung seit Mitte der 1990er-Jahre quantifiziert wurde.²⁹ Abbildung B zeigt für das Jahr 2017 den geschätzten Beitrag von Basiseffekten bei der Indexkomponente Energie zur monatlichen Veränderung der HVPI-Vorjahrsrate. Dieser Beitrag wird den Schätzungen zufolge bis Februar 2017 positiv bleiben, im März und April recht gering sein und im Mai und Juni negativ ausfallen. Auch die zweite Jahreshälfte 2017 wird von einer Abfolge positiver und negativer Basiseffekte geprägt sein. Die kumulierten Auswirkungen der Basiseffekte im Energiebereich auf die HVPI-Inflation insgesamt werden in der Abbildung stets im Verhältnis zu einem bestimmten Referenzmonat dargestellt. Im Verhältnis zur jährlichen Gesamtteuerungsrate im Dezember 2016 beträgt beispielsweise der kumulierte Einfluss der energiepreisbedingten Basiseffekte auf die HVPI-Gesamtinflation im Februar 2017 mehr als 0,4 Prozentpunkte. Allerdings werden die Basiseffekte in den darauffolgenden Monaten überwiegend negativ ausfallen, sodass sie die HVPI-Gesamtteuerungsrate ab Dezember 2017 kumuliert kaum noch beeinflussen.

Abbildung B

Beiträge der energiepreisbezogenen Basiseffekte zur Entwicklung der HVPI-Inflation

(Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

²⁹ Siehe beispielsweise EZB, Basiseffekte der volatilen Komponenten des HVPI und ihre Auswirkungen auf die HVPI-Inflation im Jahr 2014, Kasten 6, Monatsbericht Februar 2014.

Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass bei der Beurteilung der Auswirkungen von Basiseffekten auf den wahrscheinlichen Preisauftrieb bei Energie und die am HVPI gemessene Gesamtinflation für die nächste Zeit die künftigen jährlichen Preissteigerungsraten selbstverständlich auch von den zwischenzeitlich verbuchten, tatsächlichen monatlichen Veränderungen der Energiepreise abhängen werden. Diese spiegeln ihrerseits in erster Linie die Entwicklung der Rohölnotierungen zu dieser Zeit wider. Die starke Erhöhung der Öl- und Energiepreise seit Dezember vergangenen Jahres wird Anfang 2017 ganz sicher Aufwärtsdruck auf die Teuerungsraten nach dem HVPI ausüben, und zwar zusätzlich zu den kumulierten Auswirkungen der energiepreisbezogenen Basiseffekte, die sich bis Februar 2017 auf über 0,4 Prozentpunkte belaufen werden.

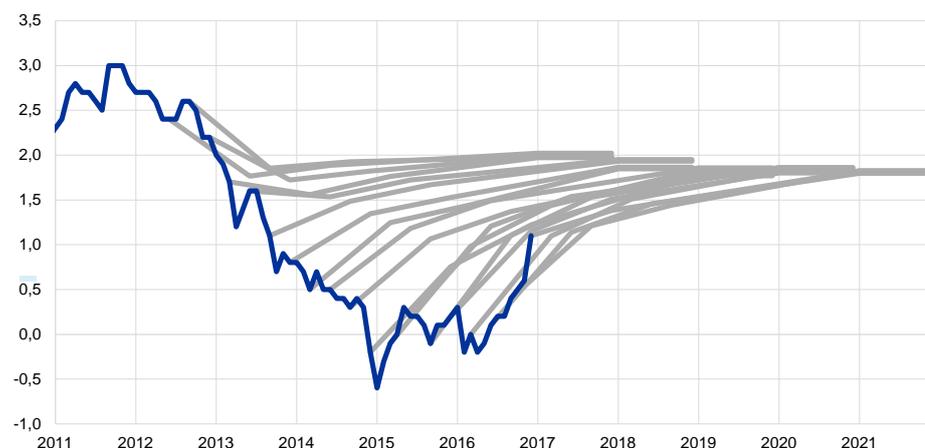
5 Welche Faktoren sind für die Entwicklung der Inflationserwartungen professioneller Prognostiker maßgeblich?

Der Zeitraum ab 2012 war von einem deutlichen wie auch weitgehend unerwarteten Rückgang der Teuerung nach dem HVPI geprägt. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate sank nahezu kontinuierlich von mehr als 2 % auf rund -0,5 % Anfang 2015 und blieb bis Mitte 2016 auf einem sehr niedrigen Niveau (siehe Abbildung A). Das Ausmaß und die Nachhaltigkeit dieses Rückgangs führten insgesamt immer wieder zu Fehlern in den Projektionen für die Inflationssichten; davon waren auch die von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen betroffen. Im vorliegenden Kasten werden Art und mögliche Ursachen der Korrekturen der aggregierten Inflationserwartungen im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB beleuchtet.³⁰

Abbildung A

HVPI-Inflation und verschiedene Datenstände zu den sich aus dem SPF ergebenden HVPI-Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; die grauen Linien zeigen die sich aus sukzessiven SPF-Umfragerunden ergebenden Erwartungen in Bezug auf die HVPI-Inflation in 12 bzw. 24 Monaten sowie in fünf Jahren. Die blaue Linie stellt die tatsächliche Inflation nach dem HVPI dar.)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von Ergebnissen des SPF.

Der Rückgang der HVPI-Inflation ging mit sukzessiven Abwärtskorrekturen der SPF-Inflationserwartungen einher. Die Abwärtskorrekturen waren bei den kurzfristigen Inflationserwartungen am größten und implizierten zunächst ein steiler werdendes Profil der Inflationserwartungen (siehe Abbildung A). Seit 2015 war keine weitere Versteilung des erwarteten Inflationsverlaufs, sondern vielmehr eine beginnende Seitwärtsbewegung festzustellen, da die Inflation niedrig blieb. Die längerfristigen Inflationserwartungen (für die Zeit in fünf Jahren) sanken zwar ebenfalls, jedoch moderater, und belaufen sich seit dem ersten Quartal 2016 auf durchschnittlich 1,8 % gegenüber einem Durchschnitt von 2,0 % im Jahr 2012. Die Faktoren, die für die Veränderungen der kurz- und längerfristigen Inflationserwartungen maßgeblich sind, dürften sich unterscheiden; weitere Daten aus dem

³⁰ Weitere Informationen zum Survey of Professional Forecasters finden sich unter www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html

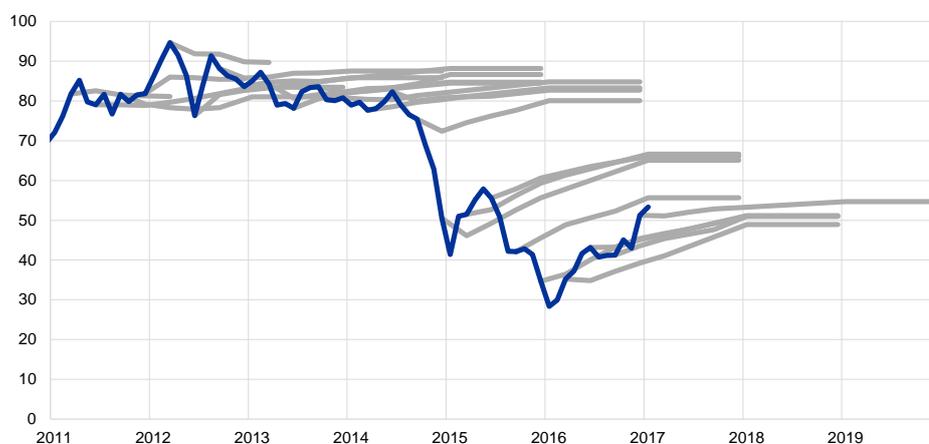
SPF können Aufschluss über die unterschiedlichen Ursachen geben. Zu diesen Daten, die seit Anfang des neuen Jahrtausends erhoben werden, gehören die Annahmen der Prognostiker hinsichtlich der Ölpreise und des EUR/USD-Wechselkurses sowie ihre Erwartungen in Bezug auf das Lohnwachstum.

Hauptursache für die Korrekturen der kurzfristigen Inflationsaussichten dürfte der Rückgang der Ölpreise gewesen sein. Über weite Strecken des Zeitraums, in dem die Inflationsprognosen wiederholt zu hoch ausfielen, erwiesen sich auch die aggregierten, aus dem SPF resultierenden Erwartungen bezüglich der in Euro gerechneten Ölpreise durchgehend als zu hoch (siehe Abbildung B). Die Ergebnisse einer Sonderumfrage deuten darauf hin, dass die SPF-Ölpreiserwartungen in angemessenem Umfang auf Terminpreisen beruhen.³¹ Auch die von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen basieren auf dieser Annahme, die großenteils für die Fehler in den Projektionen zum HVPI der vergangenen Jahre verantwortlich gewesen sein dürfte.

Abbildung B

Preis für Rohöl der Sorte Brent und verschiedene Datenstände zu den SPF-Ölpreiserwartungen

(in €/Barrel; die grauen Linien basieren auf Annahmen, die die Prognostiker anhand sukzessiver SPF-Datenstände getroffen haben, und beziehen sich auf die nächsten vier Quartale und, soweit verfügbar, die Kalenderjahresdurchschnitte in einem und in zwei Jahren nach der Umfrage; die blaue Linie stellt den tatsächlichen Ölpreis dar)



Quellen: Bloomberg, BIZ und EZB-Berechnungen auf Basis von Ergebnissen des SPF.

Anmerkung: Die Darstellung des letzten Teils einer jeden SPF-Prognose erfolgt unter der Annahme, dass der für das Endjahr insgesamt gemeldete Wert für jedes Quartal des betreffenden Jahres gilt.

Schocks in Bezug auf die Ölpreiserwartungen haben üblicherweise beträchtliche Auswirkungen auf die kurzfristigen Inflationserwartungen, aber nur wenig Einfluss darüber hinaus. Die Ölpreise können sich sowohl direkt, d. h. über die im HVPI erfassten Energiepreise, als auch indirekt, d. h. ganz allgemein über den Einfluss auf die Produktionskosten, auf die Inflation auswirken. Solange die Ölpreisentwicklung keine Zweitrundeneffekte zur Folge hat, sollten ihre direkten und indirekten Auswirkungen jedoch innerhalb eines Zeithorizonts von fünf Jahren

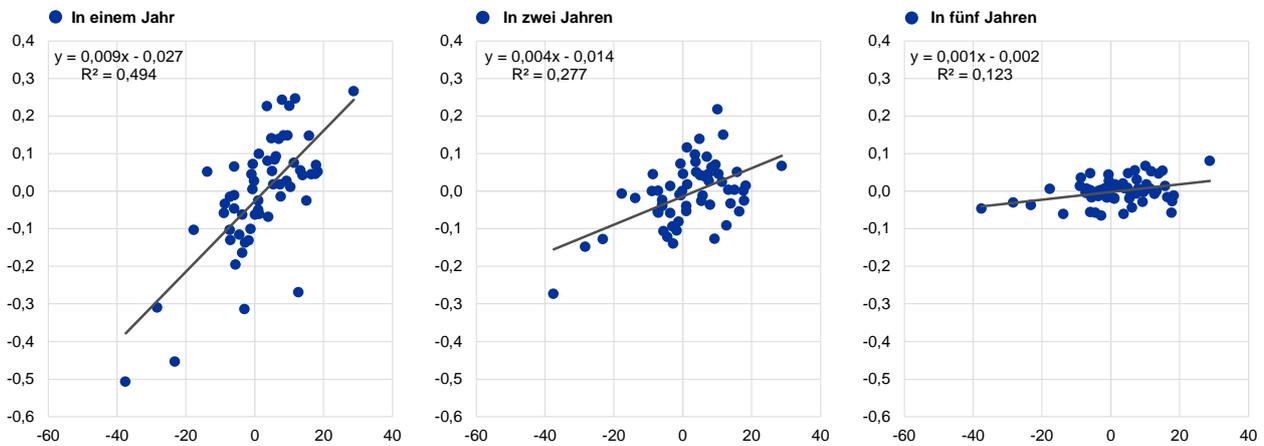
³¹ Siehe EZB, [Results of the second special questionnaire for participants in the ECB Survey of Professional Forecasters](#), Januar 2014.

schwinden.³² Aus den Grafiken in Abbildung C geht hervor, dass die Stärke des Zusammenhangs, der zwischen Veränderungen der Ölpreiserwartungen und der Inflationserwartungen im SPF besteht, mit wachsendem Prognosehorizont abnimmt. Im Durchschnitt geht eine Zunahme der Erwartungen für die (in Euro gerechneten) Ölpreise in einem Jahr um 10 % mit einem Anstieg der Erwartungen für die HVPI-Inflation in einem Jahr um 0,1 Prozentpunkte einher, wobei allerdings kein aussagekräftiger Zusammenhang zwischen den Erwartungen hinsichtlich des Ölpreises und der Teuerung in fünf Jahren festzustellen ist.

Abbildung C

Veränderungen der sich aus dem SPF ergebenden Erwartungen in Bezug auf den in Euro gerechneten Ölpreis und die Teuerung nach dem HVPI

(in Prozentpunkten; x-Achse: vierteljährliche Veränderung der Erwartungen für die Ölpreise in einem Jahr; y-Achse: vierteljährliche Veränderung der Inflationserwartung für drei verschiedene Zeithorizonte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Ergebnissen des SPF.
Anmerkung: Basierend auf einem Betrachtungszeitraum von 2002 bis 2016.

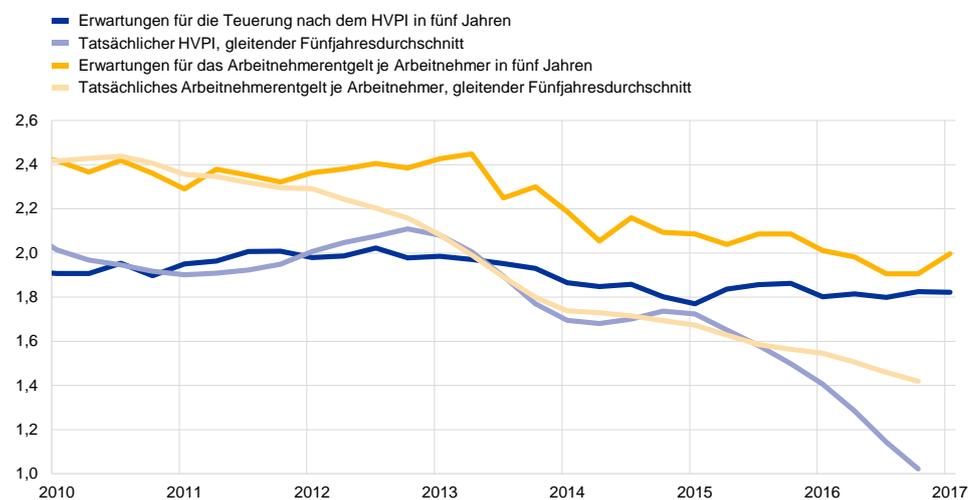
In den letzten Jahren bestand lediglich ein geringer Zusammenhang zwischen den längerfristigen Inflationserwartungen und dem tatsächlichen Inflationstrend. Im Lauf der Jahre 2013 und 2014 sanken die längerfristigen Inflationserwartungen von rund 2,0 % auf etwa 1,8 %. Seit Anfang 2015 sind sie jedoch trotz eines beträchtlichen Rückgangs des Fünfjahresdurchschnitts der HVPI-Inflation stabil (siehe Abbildung D).

³² Ein Zweitrunde-Effekt würde beispielsweise entstehen, wenn die ölpreisbedingt steigende Inflation zu höheren Lohnforderungen führte und diese wiederum Preissteigerungen nach sich zögen. Für weitere Informationen zu den Auswirkungen der Energiepreise auf die Inflation siehe EZB, Energy markets and the euro area macro economy, Structural Issues Report, 2010.

Abbildung D

Aus dem SPF resultierende Erwartungen für die Inflation und den Lohnzuwachs in fünf Jahren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von Ergebnissen des SPF.

Ebenso war bei den längerfristigen Erwartungen hinsichtlich der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ein weitaus geringerer Rückgang als beim entsprechenden Fünfjahresdurchschnitt zu verzeichnen.

Darüber hinaus erwies sich das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer als schwächer, als im SPF oder in den von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen erwartet worden war. Vermutlich waren die Prognosefehler im SPF und in den Projektionen des Eurosystems bzw. der EZB durch ähnliche Faktoren bedingt, wie beispielsweise die Unterschätzung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die höhere Lohnflexibilität angesichts der Schwere der Krise und der anschließenden Strukturreformen an den Arbeitsmärkten, den stärkeren Anstieg bei den Arbeitsplätzen mit niedrigerer Produktivität und die Auswirkungen des von niedrigen Inflationsraten geprägten Umfelds.³³

Insgesamt zeigt der SPF, dass die längerfristigen Erwartungen für die Teuerung nach dem HVPI nach wie vor verankert sind.

In der Umfrage für das erste Quartal 2017 lagen diese Erwartungen weiterhin bei 1,8 % und setzten damit die seit Anfang 2015 festgestellte Seitwärtsbewegung fort. Dies lässt den Schluss zu, dass die Mehrzahl der SPF-Teilnehmer davon ausging, dass die vergangenen Inflationsrückgänge nur vorübergehender Art sein dürften. Dies kann wiederum darauf hindeuten, dass die entschlossene geldpolitische Reaktion der EZB auf die niedrige Inflation nach Auffassung der Prognostiker zu einer Stabilisierung der Aussichten für die Preisstabilität auf längere Sicht beigetragen hat.

³³ Siehe EZB, Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

Aufsatz

1 Transmission geldpolitischer Sondermaßnahmen auf MFI-Zinssätze im Kreditgeschäft

Im vorliegenden Aufsatz werden neue Ergebnisse zu den Auswirkungen von Strukturmerkmalen, gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und anderen Faktoren auf den Transmissionsmechanismus zwischen Leitzinsen und Bankkreditzinsen vorgestellt. Es wird gezeigt, dass die Refinanzierungskosten der Banken und die Eigenschaften ihrer Bilanzen wichtige Einflussfaktoren für Veränderungen in den Regelmäßigkeiten der Transmission darstellen. Außerdem wird dargelegt, wie die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB dazu beigetragen haben, den Transmissionsmechanismus wiederherzustellen.

Einleitung

Dieser Aufsatz beschäftigt sich mit dem Durchwirken der Geldpolitik auf die Kreditzinssätze der Banken, die Konjunkturontwicklung und die Preise. Obwohl die bankenunabhängige Finanzierung in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen hat, ist das Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets nach wie vor überwiegend bankbasiert. Die Kreditzinsen der Banken stellen für Wirtschaftsteilnehmer im Euroraum einen wesentlichen Kostenfaktor der Außenfinanzierung dar und sind somit ein wichtiger Kanal für die Übertragung der Geldpolitik auf die Gesamtwirtschaft. Es ist daher entscheidend, zu beobachten und zu bewerten, welche Auswirkungen geldpolitische Beschlüsse und Impulse auf die Banken im Eurogebiet haben und wie die Banken Leitzinsveränderungen an ihre Kunden weitergeben.

Die langwierige Finanzkrise mit all ihren Entwicklungen, aber auch regulatorische Neuerungen und Veränderungen in der Aufsichtspraxis üben erheblichen Einfluss auf die geldpolitische Transmission aus. Die Krise hat die Banken im Euroraum in ihrer Fähigkeit, Veränderungen des geldpolitischen Kurses wirksam an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte weiterzugeben, beeinträchtigt. Dies führte zu einer signifikanten Heterogenität der Bankkreditzinsen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets.

Die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen haben dazu beigetragen, dass die Kreditzinsen der Banken stetig und auf breiter Front zurückgegangen sind und sich ihre länderübergreifende Streuung verringert hat. Die geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems, allen voran das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), die Einführung negativer Zinssätze für die Einlagefazilität und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) haben dabei eine tragende Rolle

gespielt.¹ In einem Niedrigzinsumfeld wurde über diese Maßnahmen reichlich Liquidität bereitgestellt, wodurch die Verzerrungen an den Finanzierungsmärkten abnahmen und sich der prozyklische Rückgang der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor abschwächte.

Indem sich die Nominalzinsen ihrer effektiven Untergrenze annähern, steigt die Wahrscheinlichkeit einer nichtlinearen Transmission bei den Bankkreditzinsen.

Zwar besteht erhebliche Unsicherheit darüber, wo genau sich die effektive Untergrenze befindet, doch ließe sich argumentieren, dass gewisse Friktionen auftreten können, wenn sich die Nominalzinssätze der Null nähern oder negativ werden. Auf der Passivseite der Bankbilanzen könnte sich diese Untergrenze durch die Scheu der Banken vor negativen Einlagenzinsen im Mengengeschäft ergeben, da die Einführung negativer Zinsen ihrem Verhältnis zu den Kunden schaden könnte. Außerdem könnten sich die Kunden dazu entschließen, mehr Bargeld zu halten, um Verluste aus möglichen Gebühren für Girokonten oder aus negativen Einlagensätzen zu umgehen. Unter diesen Umständen ist es denkbar, dass Banken die Weitergabe weiterer geldpolitischer Akkommodierungsmaßnahmen über die Kreditzinsen an ihre Kunden hinauszögern oder ganz darauf verzichten, um eine Verschlechterung der Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen mit nachteiliger Wirkung auf die Erträge zu verhindern. Dies hängt von der Wettbewerbsintensität am Markt sowie von Bankbilanzmerkmalen wie Liquiditäts- und Eigenkapitalausstattung ab.² Bislang gibt es keine Belege für eine spürbare Beeinträchtigung der geldpolitischen Transmission im Euroraum durch diese Art der Nichtlinearität. In dieser Hinsicht ist zu beachten, dass selbst bei geringeren Differenzen zwischen Kredit- und Einlagenzinsen die negativen Folgen für die Ertragslage der Banken über zwei Kanäle abgemildert werden können. Zum einen dürften niedrigere Kreditzinsen die Kreditnachfrage anregen, was zu einer Zunahme des Kreditvergabevolumens führen sollte. Zum anderen dürften niedrigere Zinssätze im Kreditgeschäft weniger Kreditausfälle zur Folge haben, wodurch sich die wertminderungsbedingten Kosten der Banken reduzieren.

In diesem Aufsatz werden neue Erkenntnisse zu den Triebkräften der Kreditzinsetzung im Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund der EZB-Sondermaßnahmen und des damit einhergehenden Nachlassens der Fragmentierung nach der jüngsten Finanzkrise präsentiert.

Zudem wird versucht, die Ursachen der heterogenen Entwicklung der Kreditzinsen im Euroraum zu erforschen. Im zweiten Abschnitt werden die Triebkräfte der Kreditzinsetzung im Eurogebiet vorgestellt. Im dritten Teil wird die Heterogenität beim Zinsetzungsverhalten der Banken im Euroraum diskutiert. Im vierten Abschnitt folgen die Schlussbemerkungen.

¹ Seit 2014 hat die EZB eine Reihe geldpolitischer Maßnahmen ergriffen mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte zu verbessern, um die Ausreichung neuer Kredite anzukurbeln und eine Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu unterstützen. Diese Maßnahmen umfassen a) die GLRGs, b) den Ankauf von Asset-Backed Securities, gedeckten Schuldverschreibungen, Wertpapieren des öffentlichen Sektors und (seit Kürzerem) von Unternehmensanleihen sowie c) negative Zinssätze für die Einlagefazilität.

² Siehe unter anderem S. N. Brissimis und M. D. Delis, Bank heterogeneity and monetary policy transmission, Working Paper Series der EZB, Nr. 1233, August 2010.

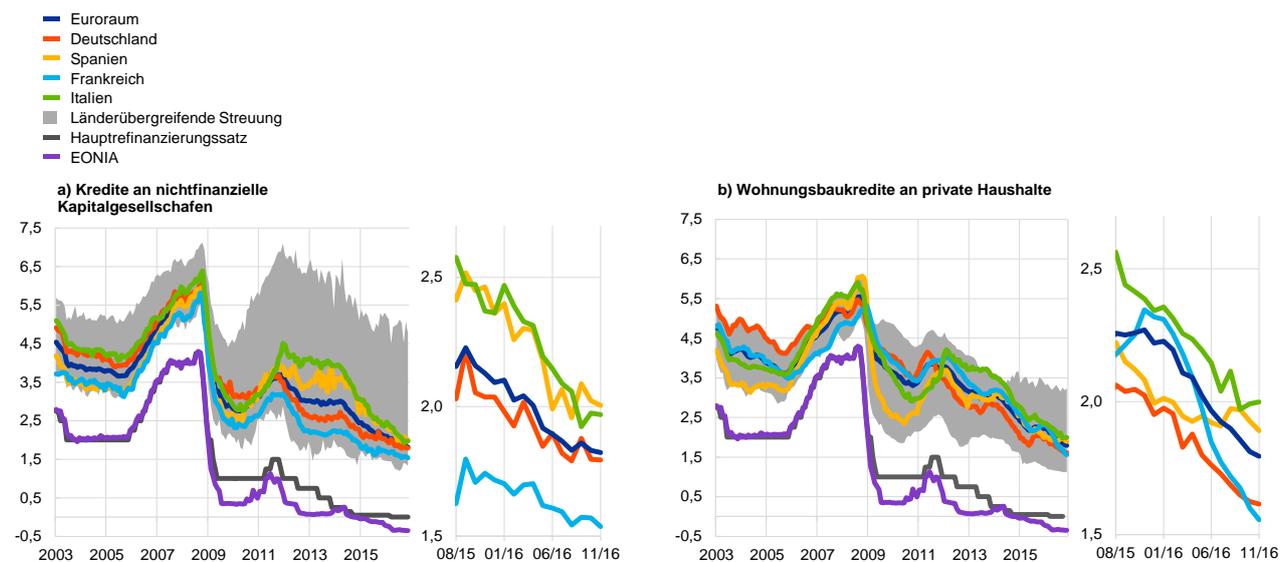
Kreditinsetzungsverhalten und dessen Triebkräfte im Euro-Währungsgebiet

Die Kreditzinsen im Mengengeschäft der Banken sind seit 2014 stetig gesunken, und die Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern haben sich deutlich verkleinert. Dieser Entwicklung ging eine Phase signifikanter länderübergreifender Heterogenität der Kreditzinsen voraus. Nach der ersten Rezession 2008-2009, als der Rückgang der weltweiten Nachfrage und die Unsicherheit zu einem Abschwung in allen Euro-Ländern führten, kam es im Zuge der Staatsschuldenkrise immer wieder zu finanziellen Spannungen, die die Kreditzinsen im Mengengeschäft der Banken in den verschiedenen Ländern stark auseinanderdriften ließen. Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, war in den größten Ländern des Euroraums in der Zeit von 2010 bis 2012 ein Anstieg des gewichteten Zinssatzes der Kreditkosten sowohl für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch für private Haushalte zu beobachten. Von 2012 bis Ende 2013 war der Indikator in Deutschland und Frankreich rückläufig, blieb aber in Italien und Spanien auf erhöhtem Niveau. Seit der Einführung der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB im Juni 2014 ist er sowohl für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch für private Haushalte zurückgegangen und erreichte im Jahr 2016 historische Tiefstände. Die größte Streuung zwischen den einzelnen Ländern wurde bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Jahr 2010 und bei den Darlehen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Jahr 2012 erreicht. Seit 2014 hat die Streuung deutlich abgenommen, wenngleich sie aus historischer Sicht nach wie vor relativ groß ist.

Abbildung 1

Gewichteter Zinssatz der Kreditkosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und der Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte

(in % p. a.)



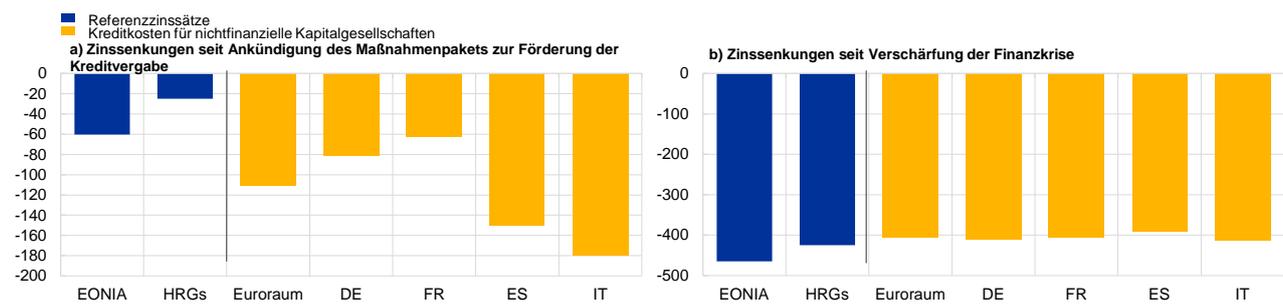
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator für die gesamten Kreditkosten errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die länderübergreifende Streuung gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von zwölf Ländern des Euroraums an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2016.

Der oben erwähnte Rückgang der Bankkreditzinsen lässt sich mit der Senkung der geldpolitischen Referenzzinssätze vergleichen.³ Bei der Betrachtung der Zinsveränderungen, die sich seit der Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe Anfang Juni 2014 ergeben haben, wird deutlich, dass zum einen die Kreditzinsen deutlich stärker gesunken sind als die Referenzmarktzinssätze und zum anderen die Zinsweitergabe Wirkung zeigte. Aus Grafik a) in Abbildung 2 wird ersichtlich, dass die Kreditzinsen im Eurogebiet seit Mai 2014 um insgesamt 111 Basispunkte zurückgegangen sind. In Italien und Spanien war die Abnahme mit 180 bzw. 151 Basispunkten deutlich stärker als in Deutschland und Frankreich mit 81 bzw. 63 Basispunkten. Somit hat sich die Heterogenität zwischen den größten Euro-Ländern seit der Einführung des genannten Maßnahmenpakets allmählich abgeschwächt. So ist in Grafik b) in Abbildung 2 zu erkennen, dass sich die Weitergabe von Leitzinsänderungen an die Kreditzinsen in den großen Ländern des Euroraums seit der Verschärfung der Finanzkrise (im August 2008) angeglichen hat.

Abbildung 2
Durchwirken der Referenzzinssätze auf die Kreditkosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in Basispunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Als Zeitraum unmittelbar vor der Ankündigung bestimmter geldpolitischer Maßnahmen zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus (Ankündigung der Modalitäten der GLRGs und Verstärkung der Vorbereitungsarbeiten im Zusammenhang mit Outright-Käufen von Asset-Backed Securities) durch die EZB am 5. Juni 2014 wurde Mai 2014 gewählt. Als Zeitraum für die Verschärfung der Finanzkrise wurde August 2008 zugrunde gelegt. Bei den Referenzzinssätzen handelt es sich um monatliche Durchschnittswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2016.

Die Haupteinflussfaktoren in Bezug auf die Kreditzinsen lassen sich anhand eines vereinfachten Kalkulationsmodells der Kreditzinsgestaltung von Banken veranschaulichen. Mittels dieses vereinfachten Ansatzes lässt sich der Zinssatz für Kredite in mehrere Komponenten zerlegen, wobei Refinanzierungskosten, Risikospreads und Eigenkapitalkosten der Banken abgedeckt werden (siehe Abbildung 3). Als von den Banken bei der Bepreisung von Darlehen verwendeter Basissatz wird dabei ein Referenzmarktzinssatz angenommen. Zusätzlich zu diesem Zinssatz geben die Banken eine Reihe von Aufschlägen (Spreads) an die Endkreditnehmer weiter, um die Kosten zu decken, die ihnen durch die Kreditbereitstellung entstehen. Diese Aufschläge lassen sich in fünf Hauptkomponenten untergliedern:

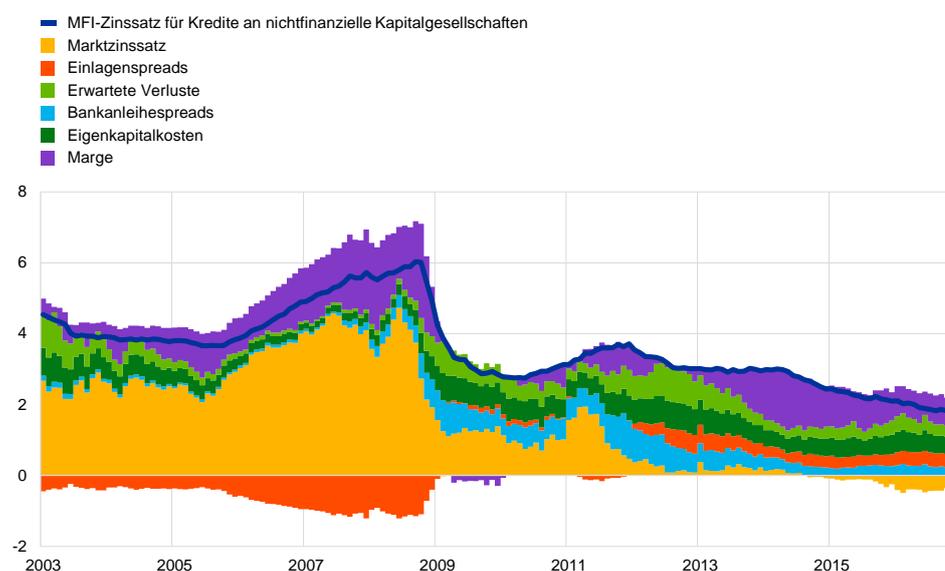
³ Der Referenzmarktzinssatz spiegelt hauptsächlich den Satz wider, zu dem Banken am Interbankengeldmarkt Mittel aufnehmen können.

- (i) Einlagenspreads, die zum Beispiel durch eine gestaffelte Angleichung an die Marktzinssätze bestimmt werden,
- (ii) Bankanleihespreads, die Teil der bankseitigen Kosten für die Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte sind,
- (iii) Eigenkapitalkosten, da die Banken diese Kosten – die von nicht diversifizierbaren Mikrorisiken im Kreditportfolio, beschränkter Haftung, bankenaufsichtlichen Regelungen, Agency-Costs bei der Refinanzierung und von Friktionen bei der Portfolioumschichtung beeinflusst werden – wieder ausgleichen müssen,
- (iv) Kompensation der Kreditrisiken infolge risikoreicher Schuldverträge und erwarteter Verluste, und
- (v) Intermediationsmarge, die sich aus der Differenz zwischen dem Kreditzinssatz der Bank und der Summe der Faktoren a) bis d) errechnet.

Abbildung 3

Aufschlüsselung der gewichteten Kreditkosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.)



Quellen: EZB, Moody's und Merrill Lynch Global Index.

Anmerkung: Der Marktzinssatz ist der Zinssatz für Zweijahres-Overnight-Index-Swaps. Die Einlagenspreads werden berechnet als mit dem jeweiligen Neugeschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt aus täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist gegenüber dem EURIBOR mit der nächstliegenden Laufzeit. Die Renditen für Bankanleihe-Spreads stammen aus dem Merrill Lynch Global Index, aggregiert auf Basis ihrer jeweiligen Bestände, und werden gegenüber dem Swapsatz mit der nächstliegenden Laufzeit berechnet. Die Eigenkapitalkosten sind definiert als die Kosten des gemäß Basel II vorzuhaltenden Eigenkapitals. Die erwarteten Verluste entsprechen der Verlustquote bei Ausfall multipliziert mit der Ausfallwahrscheinlichkeit, wobei die Ausfallwahrscheinlichkeit die erwartete Ausfallhäufigkeit gemäß den Berechnungen von Moody's und die Verlustquote bei Ausfall auf 0,45 festgelegt ist. Die Marge entspricht der Residualgröße zwischen den Kreditzinsen und allen anderen Komponenten.

Die Marge (in Abbildung 3 lilafarben schattiert) ist abhängig von der Struktur des Markts für Bankkredite, die die Bepreisung von Produkten im Mengengeschäft der Banken beeinflusst (z. B. Veränderungen der Kreditnachfrage, Wettbewerb im Bankensektor und Opportunitätskosten der Darlehensgewährung, wobei Letztere auch von den Anreizen zur Haltung von Staatsschuldtiteln abhängen).

Die Dynamik der Finanzkrise im Euroraum lässt sich durch das Zusammenspiel der Kreditrisiken im Staats-, Banken- und Unternehmenssektor erklären.

Die Entwicklung der Finanzkrise im Eurogebiet kann in drei Phasen unterteilt werden: a) die von 2011 bis 2012 andauernde Phase der Spannungen am Markt für Staatsanleihen, während derer sich die Renditeaufschläge für italienische und spanische Staatsanleihen aufgrund einer Neubewertung des Solvenzrisikos sprunghaft vergrößerten und sich dies in Bilanzverlusten bei den dortigen Banken niederschlug, sodass die Banken einen Anreiz sahen, Kredite neu zu bepreisen und die Vergabe einzuschränken, b) die Phase negativer Rückkopplungseffekte zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor, d. h. zwischen einer steigenden Zahl an Unternehmensausfällen einerseits und der schwachen Wertentwicklung von Bankaktiva sowie Kreditangebotsbeschränkungen andererseits, und c) die Phase des Schuldenabbaus im Bankensektor in Zeiten einer beispiellosen Revision der Regulierung, die – zusätzlich zu den Kräften, die in den ersten beiden Phasen am Werk waren – erklärt, warum in einigen Ländern die Bankkreditzinsen stets hoch und die Kreditdynamik schwach waren. Aus Abbildung 3 geht hervor, dass die Bankkreditzinsen trotz des erheblichen Rückgangs der Referenzmarktzinsen, welcher Ausdruck des akkommodierenden geldpolitischen Kurses war, bis Mitte 2014 weiterhin erhöht waren. Auf der Grundlage des vereinfachten Kalkulationsmodells lassen sich dafür folgende Gründe anführen: a) ein Anstieg der Einlagenspreads, b) eine höhere Belastung durch die Kosten der Finanzierung der Banken über die Geld- und Kapitalmärkte, c) eine stärkere Eigenkapitalbelastung aufgrund von höheren Eigenkapitalkosten, regulatorischen Maßnahmen und höheren erwarteten Verlusten sowie d) eine Ausweitung der Kompensationsmargen für Kreditrisiken aufgrund adverser Rückkopplungseffekte zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor, d. h. zwischen einer steigenden Zahl von Unternehmensausfällen und der Verteuerung von Krediten.

Auswirkungen der Sondermaßnahmen auf die Kreditzinsen

Einige Faktoren haben maßgeblich dazu beigetragen, die finanzielle Fragmentierung, die während der jüngsten Finanzkrise zu beobachten war, zu reduzieren, und bewirkt, dass die Kreditzinsen zuletzt stark gesunken sind.

Während die von der EZB seit Juni 2014 eingeführten Sondermaßnahmen von recht unterschiedlicher Art sind, weisen die allgemeinen Transmissionskanäle, über die sie die Wirtschaft beeinflussen, Ähnlichkeiten auf und betreffen die Last der Refinanzierungskosten und die Eigenkapitalbelastung der Banken. Es gibt drei wesentliche, sich gegenseitig verstärkende Bankkreditkanäle, über die die Sondermaßnahmen auf die Kreditzinsen durchwirken.

Erstens ist hier der direkte Weitergabekanal zu nennen, d. h., die Sondermaßnahmen erleichtern die Kreditaufnahme durch den nichtfinanziellen privaten Sektor, indem sie die Refinanzierungskosten für Banken verringern.

Im Einzelnen wird den Banken über die GRLGs Liquidität zum Zinssatz der Einlagefazilität des Eurosystems bereitgestellt, unter der Bedingung, dass sie in ausreichendem Maße neue Kredite vergeben. Durch die GRLGs entsteht ein stärkerer Wettbewerb am Markt für Bankdarlehen, der sich wiederum dämpfend auf die Kreditmargen und die Kreditkosten der Realwirtschaft auswirkt. Auch durch im Rahmen des APP getätigte Ankäufe von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen soll die Kreditvergabe gefördert werden, wobei ein Anreiz für die Banken geschaffen wird, Kredite zu bündeln und zu günstigeren Preisen weiterzuverkaufen. Die Banken konnten die vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität dazu nutzen, die in Anbetracht der ungünstigen Marktbedingungen teurere Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte zu substituieren, und so die Kreditzinsen für private Haushalte und Unternehmen senken.

Zweitens wirken die Sondermaßnahmen, darunter die Interventionen am Markt für Staatsanleihen im Rahmen des APP, über den Portfolioumschichtungskanal auf die Kreditzinsen durch.

Durch die Komprimierung der Renditen in diesem Marktsegment kommt es zu Investitionen in Vermögenswerte mit höheren risikobereinigten Renditen. Die Banken spielen bei diesem Transmissionskanal eine entscheidende Rolle, da der Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen des APP die Laufzeitprämien drückt und zugleich eine Anpassung der Bankbilanzen, unter anderem eine Expansion der Kreditvergabe, nach sich zieht. Außerdem werden die Banken dazu motiviert, die neu geschaffenen Barreserven abzubauen, sodass sie ihre Haltung von Vermögenswerten und ihre Kreditgewährung ausweiten. Die Negativzinspolitik hat diesen Anreiz noch verstärkt.

Der dritte Kanal, über den die Sondermaßnahmen an die Kreditzinsen weitergegeben werden, ist der Signalisierungskanal, der – zusammen mit der Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik (Forward Guidance) – ein wirksames Instrument zur Steuerung der Erwartungen darstellt.

Die Forward Guidance der EZB hat dazu geführt, dass die Markterwartungen hinsichtlich des künftigen Niveaus der Kurzfristzinsen nach unten korrigiert wurden und die Bankkreditzinsen infolgedessen gesunken sind. Überdies wird die Glaubwürdigkeit der Forward Guidance durch den aktuellen Ankauf von Vermögenswerten untermauert, da die Ankäufe den Wunsch nach einer zusätzlichen Impulssetzung signalisieren. Andererseits wird der Impuls, der sich schlussendlich aus den Ankäufen ergibt, auch durch die Erwartungen in Bezug darauf beeinflusst, welche Anpassungen künftiger Kurzfristzinsen das Eurosystem in Reaktion auf die in der kurzen Frist durch niedrigere Laufzeitprämien entfachte belastbarere realwirtschaftliche Aktivität und Inflation vornehmen wird.

Neben den bereits erwähnten Bankkreditkanälen haben auch andere Faktoren dazu beigetragen, die Fragmentierung der Finanzmärkte zu verringern.

Insbesondere die Stärkung und Harmonisierung des europäischen Aufsichts-, Regulierungs- und Abwicklungsrahmens hat eine Stärkung der Bankbilanzen, eine Verringerung der Spannungen an den Finanzmärkten sowie eine geringere Streuung des wahrgenommenen Risikos der Banken im Euroraum und einen Rückgang der bankseitigen Kosten für die Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte bewirkt. Infolgedessen sind wiederum die Unterschiede bei den Kreditzinsen gesunken.

Heterogenität bei der Entwicklung der Kreditzinsen im Euro-Währungsgebiet

Die Unterschiede zwischen den Kreditzinsen in den einzelnen Ländern können sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Ursachen haben.⁴ Zu den

strukturellen Faktoren zählen Unterschiede im Zinssatzverhalten der Banken, länderspezifische Besonderheiten bei Bankprodukten sowie institutionelle Verschiedenheiten, etwa bei den finanzpolitischen und regulatorischen Rahmenwerken, bei Vollstreckungsverfahren und Besicherungspraktiken. Der gewichtete Zinssatz der Kreditkosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte umfasst Zinssätze für Kredite unterschiedlicher Laufzeiten, wobei der Anteil kurz- bzw. langfristiger Kredite je nach Land variiert (siehe Abbildung 7 und 8). Außerdem können selbst Zinssätze für Kredite, die derselben Laufzeitkategorie angehören, erheblich voneinander abweichen, da sich die Bankprodukte beispielsweise im Hinblick auf Kreditnebenkosten, Sicherheiten und vertraglich verankerte Optionen unterscheiden.⁵ Die Faktoren, die wahrscheinlich für die beobachteten Unterschiede im Kreditzinsniveau der einzelnen Länder verantwortlich sind, lassen sich in zwei Gruppen einteilen: nachfrageseitige Bestimmungsgrößen (hierzu zählen Kreditnehmermerkmale) und angebotsseitige Bestimmungsgrößen (zu dieser Kategorie zählen Merkmale des Bankensystems).⁶

⁴ Die strukturellen Unterschiede im Zinssatzverhalten der Kreditgeber wurden in früheren Veröffentlichungen bereits gründlich untersucht. Siehe unter anderem C. Kok Sørensen und J.-D. Lichtenberger, Mortgage interest rate dispersion in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 733, Februar 2007.

⁵ Die Kreditnebenkosten (etwa Gebühren und Provisionen) werden beispielsweise nicht in der Kreditzinskomponente der von den Kreditnehmern gezahlten Gesamtkosten ausgewiesen. Konsumentenkredite umfassen sowohl Kredite für den Kauf eines Pkw mit einer soliden Sicherheit und relativ niedrigen Zinssätzen als auch andere Konsumentenkredite mit hohen Zinssätzen. Kredite mit variabler Verzinsung ermöglichen dem Kreditnehmer eventuell eine Anpassung der Kreditkonditionen, wie etwa des Tilgungsplans oder der Laufzeit.

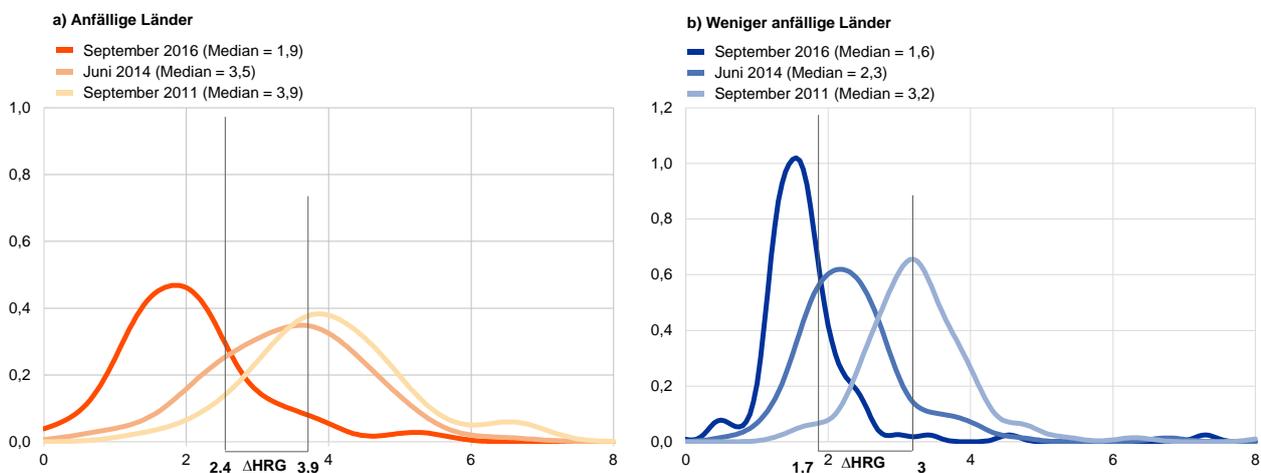
⁶ Zu den nachfrageseitigen Indikatoren gehören beispielsweise die Bonität der Kreditnehmer, die Kreditnachfrage, die Verfügbarkeit alternativer, marktbasierter Finanzierungsquellen für Unternehmen sowie das verfügbare Einkommen von privaten Haushalten und die Preise für Wohnimmobilien im Fall von Hypothekarkrediten. Angebotsseitige Indikatoren umfassen Bankbilanzmerkmale, andere Messgrößen der Bonität der Banken, das vorherrschende Geschäftsmodell der Banken, Kreditverbriefungen und die Intensität des Wettbewerbs durch andere Banken.

Wenngleich die durch Aggregation aus den Kreditzinsen der einzelnen Banken errechneten gewichteten Zinssätze im Kreditgeschäft Unterschiede zwischen den Ländern erkennen lassen, verschleiern sie doch die Mikroperspektive der Zinsfestsetzung im Kreditgeschäft. Die Mikroperspektive zeigt sich in einer ausgeprägten Heterogenität der von den einzelnen Banken erhobenen Kreditzinsen innerhalb eines Landes (siehe Abbildung 4). In Kasten 1 werden die Vorteile der Verwendung von Mikrodaten vorgestellt. Diese Daten liefern wesentliche Erkenntnisse, vor allem, wenn die Informationen zu den Kreditzinsen der einzelnen Banken mit bankspezifischen Bilanzmerkmalen verknüpft werden. Die Streuung der bankindividuellen Kreditzinsen ist in anfälligen Ländern zwar nach wie vor breiter, doch nimmt die Asymmetrie bei der Transmission der Leitzinsen allmählich ab. Dass die Streuung in den anfälligen Ländern größer ist, könnte darauf zurückzuführen sein, dass dort größere Unterschiede in Bezug auf die Wirtschaftslage (sowohl zwischen den Ländern als auch zwischen den Unternehmen) und in Bezug auf die Banken (z. B. im Hinblick auf deren Solvabilität, ihre Abhängigkeit von der Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte und ihren Bestand an Überschussliquidität) bestehen.

Abbildung 4

Veränderungen der Verteilung der gewichteten MFI-Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über Banken in anfälligen und weniger anfälligen Ländern

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt ist die näherungsweise geschätzte Verteilungsdichte der Kreditzinsen für drei verschiedene Zeiträume (September 2011, Juni 2014 und September 2016). Grafik a) zu den anfälligen Ländern umfasst 92 MFIs aus Irland, Spanien, Italien und Portugal. Grafik b) zu den weniger anfälligen Ländern umfasst 142 MFIs aus Belgien, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und Österreich. Die Grafiken zeigen unter anderem, dass sich der Median der Kreditzinsen im September 2016 auf 1,7 % belaufen hätte (Grafik b)), wenn die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes seit September 2011 (um insgesamt 150 Basispunkte) vollständig an den im ersten Zeitraum bei 3,2 % liegenden Mediankreditzins (Grafik b)) weitergegeben worden wäre.

Kasten 1

Untersuchung der Zinsetzung im Kreditgeschäft anhand von Einzelbankdaten

Makrodatenanalysen werden oftmals durch Einzeldaten (Mikrodaten) ergänzt, da diese wichtige Erkenntnisse für die Geldpolitik liefern. Im vorliegenden Kasten werden mehrere Vorteile der Analyse von Daten auf Einzelbankebene erörtert, wobei insbesondere auf die Heterogenität bei der Transmission und die Fragmentierung während der Finanzkrise eingegangen wird.

Die Krise hat gezeigt, dass Banken, Unternehmen und private Haushalte im Euroraum sowohl länderübergreifend als auch innerhalb der einzelnen Länder sehr unterschiedlich auf wirtschaftliche Schocks reagieren. Bei einer solchen Heterogenität lassen sich mithilfe von Mikrodaten Erkenntnisse zu Ursachen gewinnen, die bei einer aggregierten Datenanalyse womöglich nicht festgestellt oder verdeckt werden. Während qualitativ hochwertige granulare Daten aggregiert werden können, um daraus nützliche aggregierte Informationen zu gewinnen, trifft dies in der Regel im Umkehrschluss nicht zu: Schlussfolgerungen, die mittels aggregierter Daten für eine feiner aufgegliederte Ebene gezogen werden, können stark verzerrt sein. Ist beispielsweise der durchschnittliche Bankzinssatz in einem Land höher als im Eurogebiet insgesamt, so lässt sich daraus nicht zwingend schlussfolgern, dass eine nach dem Zufallsprinzip ausgewählte Bank aus diesem Land einen mit größerer Wahrscheinlichkeit höheren Bankzinssatz aufweist als der Durchschnitt des Eurogebiets.

Zugleich bringt die Verwendung von Einzeldaten bestimmte Herausforderungen mit sich. Eine zuverlässige Mikrodatenanalyse beruht auf länderübergreifend harmonisierten Datenkonzepten, hohen Qualitätsstandards für die Datenerhebung und -messung, Vertraulichkeit und der Nutzung solider statistischer und ökonomischer Methoden.

Insbesondere Mikrodaten auf Einzelbankebene können informativ sein, da während der Finanzkrise eine signifikante Heterogenität der Kreditzinsen zwischen den verschiedenen Ländern verzeichnet wurde. Auch zwischen den Banken eines Landes könnten die Kreditzinsen aufgrund verschieden hoher Refinanzierungskosten der Banken unterschiedlich ausfallen.

Die granularen Informationen, die aus Daten auf Bankenebene gewonnen wurden, können für die Geldpolitik aufschlussreich sein. Solche Daten ermöglichen eine Analyse der Heterogenität der Kreditzinsen nicht nur zwischen den einzelnen Ländern, sondern auch innerhalb eines Landes. Somit lässt sich mit ihrer Hilfe ermitteln, inwieweit die Heterogenität der Kreditzinsen mit bank-spezifischen Merkmalen wie etwa der Liquiditäts- oder Eigenkapitalausstattung verbunden ist. Allgemeinere bieten Mikrodaten empirische Belege, die spezifischen modellbasierten Vorhersagen gegenübergestellt werden können.⁷

Mikrodaten ermöglichen auch die potenzielle Verknüpfung von Einzelbankdaten mit Kreditnehmereigenschaften. Solche kombinierten Daten könnten verwendet werden, um die Merkmale von Unternehmen, die Kredite aufnehmen, und die Konzentration dieser Firmen nach Region und/oder Wirtschaftszweig zu analysieren, um so Aufschluss über die Weitergabe der Zinsen an die Realwirtschaft zu gewinnen. Außerdem ließen sich Risikomerkmale neuer Kreditnehmer

⁷ Gemäß dem Modell von Bluhm et al. beispielsweise dürften Banken mit einem hohen Bestand an illiquiden Aktiva in stärkerem Maße negativen Schocks in Bezug auf den Wert dieser Aktiva ausgesetzt sein. Siehe M. Bluhm, E. Faia und J. P. Krahenen, Monetary policy implementation in an interbank network: effects on systemic risk, Working Paper Series, Nr. 46, Research Center SAFE – Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe-Universität Frankfurt, 2014.

bankübergreifend und im Zeitverlauf verfolgen. Anhand dessen ließe sich untersuchen, ob Banken bei der Vergabe neuer Kredite einen risikobasierten Ansatz für die Zinsfestsetzung wählen.

Der „AnaCredit“-Mikrodatensatz stellt in diesem Zusammenhang eine wichtige Initiative dar. Mithilfe von AnaCredit, einer über alle Euro-Länder hinweg harmonisierten Erhebung, sollen kombinierte Daten sowohl zu Kreditgebern als auch zu Kreditnehmern bereitgestellt werden.

Insgesamt können Mikrodaten Aufschluss über die Ursachen der beobachteten Heterogenität der Zinsweitergabe in den einzelnen Ländern geben. Das Verständnis dieser Ursachen kann wichtig für die Konzeption politischer Maßnahmen sein, die auf eine Verringerung der Fragmentierung abzielen und zur Vervollständigung der Bankenunion beitragen.

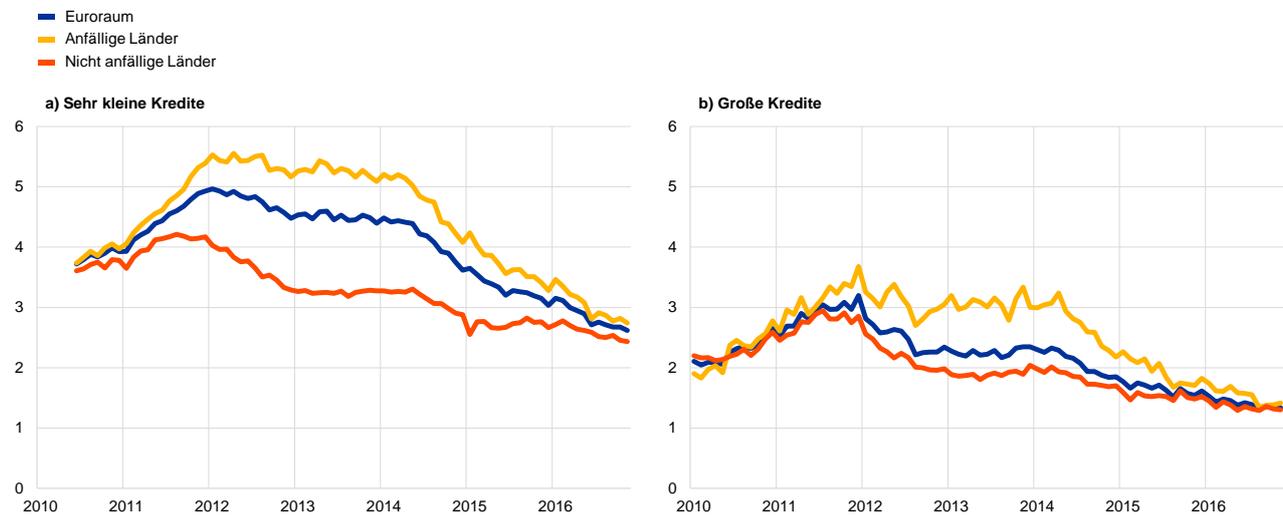
Wie schnell die Bankkreditzinsen zurückgehen, hängt auch von der Kredithöhe

ab. Seit 2015 sind die Zinssätze für sehr kleine Kredite weiterhin rascher gesunken als jene für großvolumige Kredite, was zu einem weiteren Rückgang des Spreads zwischen den Zinsen für sehr kleine und für große Kredite beigetragen hat (siehe Abbildung 5). Zugleich haben die Zinssätze für große Kredite in anfälligen und weniger anfälligen Ländern ein weitgehend ähnliches Niveau erreicht. Bei den sehr kleinen Krediten hat sich der Abstand zwischen den beiden Ländergruppen aufgrund des kräftigen Rückgangs in den anfälligen Ländern weiter verringert.

Abbildung 5

Zinssätze für sehr kleine und für große Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Datenreihe für den Euroraum wird als gewichteter Durchschnitt der Spreads der einzelnen Länder berechnet. Zu den anfälligen Ländern zählen Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien. Bei sehr kleinen Krediten handelt es sich um Kredite bis zu 0,25 Mio €, bei großen Krediten um Kredite über 1 Mio €. Die Aggregation basiert auf dem Neugeschäftsvolumen.

Ein weiterer Aspekt der Heterogenität lässt sich in Bezug auf die Anteile festverzinslicher und variabel verzinslicher Kredite feststellen.

Für die Beurteilung dieses Aspekts können entweder die Bestands- oder die Neugeschäftsvolumina herangezogen werden. Die Gewichtung nach Beständen fängt die Finanzierungsstruktur der Volkswirtschaft besser ein, da sie die wirtschaftliche Bedeutung von Krediten mit unterschiedlichen Laufzeiten in der Finanzierungsstruktur von Unternehmen widerspiegelt.⁸ Die Aggregation der MFI-Zinssätze auf Basis der Bestände erlaubt jedoch lediglich eine grobe Schätzung der Grenzkosten für die Mittelaufnahme von Wirtschaftsteilnehmern. Die Aggregation auf Grundlage des Neugeschäftsvolumens ermöglicht eine genauere Messung des Einflusses der Grenzkosten eines neuen Kredits auf die Finanzierungskostenstruktur insgesamt.⁹ Sie bewirkt jedoch auch eine zu starke Gewichtung von Instrumenten mit kurzer Laufzeit, die häufig verlängert werden (wie etwa Überziehungskredite). Darüber hinaus können die Neugeschäftsvolumina auf Monatsbasis stark schwanken, da sie relativ schnell auf aktuelle wirtschaftliche Gegebenheiten reagieren, was die Vergabe kurzfristiger statt langfristiger Kredite begünstigen kann. Diese Schwankungen können wiederum die Wahrnehmung der tatsächlichen Grunddynamik der Kreditzinsen im Mengengeschäft der Banken erschweren. Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der nach Beständen gewichteten Kreditzinssätze. Diese Kreditzinsen weisen geringere Schwankungen auf als die auf Basis der Neugeschäftsvolumina erstellten Indikatoren für die Kreditkosten (siehe Abbildung 1) und lassen ein weniger ausgeprägtes Muster der Marktsegmentierung erkennen. Der Vergleich von Abbildung 7 und 8 macht deutlich, dass der nach Beständen gewichtete Anteil der kurzfristigen Kredite an den Krediten insgesamt in Deutschland und Frankreich unter 40 % bzw. 50 % bleibt – und dies trotz der derzeit gängigen Praxis der Vergabe kurzfristiger Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in diesen beiden Ländern, wo Kredite mit kurzer Zinsbindung oder mit variabler Verzinsung über 80 % bzw. rund 70 % des Neugeschäfts ausmachen.

⁸ Die statistische Aufschlüsselung der Bestände ist jedoch nicht so fein untergliedert wie jene der MFI-Zinsstatistik. Darüber hinaus wirken sich unterschiedliche methodische Ansätze auf die Vergleichbarkeit von MFI-Bilanzdaten und MFI-Zinsstatistik aus.

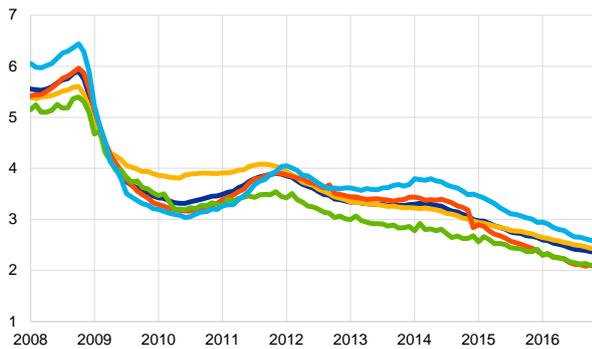
⁹ Zudem trägt sie dazu bei, Probleme im Zusammenhang mit Inkongruenzen zwischen Datenbanken und der Granularität von Zeitreihen zu überwinden.

Abbildung 6 Nach Beständen gewichtete Kreditzinssätze

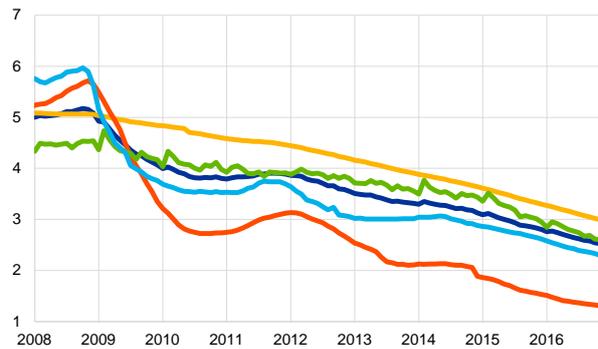
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Spanien
- Frankreich
- Italien

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



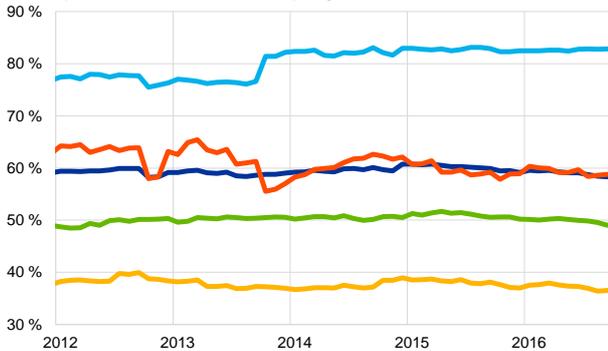
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator für die Kreditkosten insgesamt wird durch Aggregation der Zinssätze von kurz- und langfristigen Krediten ermittelt.

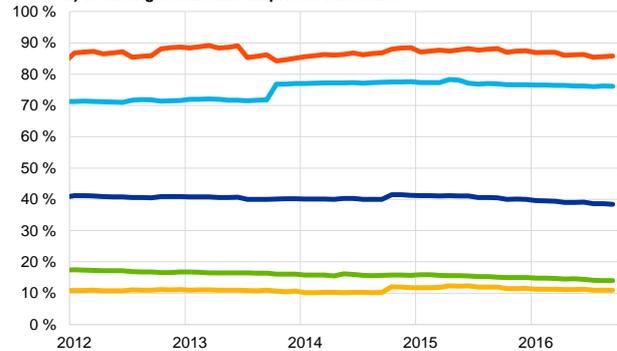
Abbildung 7 Nach Beständen gewichteter Anteil der Kredite mit kurzer Zinsbindung

- Euroraum
- Deutschland
- Spanien
- Frankreich
- Italien

a) Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Wohnungsbaukredite an private Haushalte

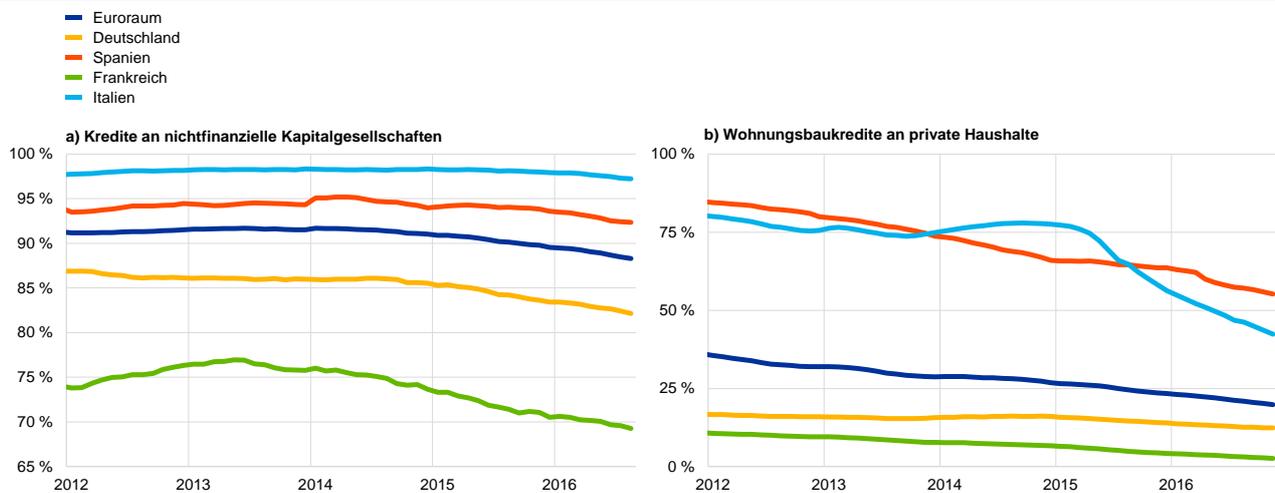


Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei kurzfristigen Krediten handelt es sich um Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, Überziehungskredite sowie langfristige Kredite mit variabler Verzinsung. Die Anteile werden aus den Beständen abgeleitet und unterliegen daher Brüchen aufgrund von Neuklassifizierungen und/oder Neubewertungen. Die in der Abbildung dargestellten Indikatoren basieren auf Daten für das vierte Quartal 2011, was auf Brüchen im Anfangszeitraum einiger zugrunde liegender Datenreihen zurückzuführen ist. Dies wirkt sich insbesondere auf Kredite mit einer Restlaufzeit von über einem Jahr und einer für das Folgejahr geplanten Zinsanpassung aus.

Abbildung 8

Nach dem Neugeschäftsvolumen gewichteter Anteil der Kredite mit kurzer Zinsbindung



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei kurzfristigen Krediten handelt es sich um Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, Überziehungskredite sowie langfristige Kredite mit variabler Verzinsung.

Die Zinssätze im Mengengeschäft der Banken können nicht getrennt von der Passivastruktur der Banken betrachtet werden.

Die Bedeutung des Finanzierungskostenindikators für die Zinssetzung der Banken wurde im Abschnitt „Kreditzinsetzungsverhalten und dessen Triebkräfte im Euro-Währungsgebiet“ hervorgehoben.¹⁰ Camba-Mendez et al. argumentieren, dass die Banken zeitgleich über die Verzinsung von Einlagen und Anleihen und die den Kreditnehmern berechneten Zinsen entscheiden, und zeigen auf, dass die Zinsweitergabe selbst bei sehr niedrigen Zinssätzen nach wie vor wirksam war.¹¹ Zudem weisen sie nach, dass ein von Überschussliquidität geprägtes Umfeld ein duales System für die kurzfristige Refinanzierung schafft, da sich einige Banken am Geldmarkt zu Sätzen refinanzieren, die in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität liegen, während andere bei der EZB Mittel zum Hauptrefinanzierungssatz aufnehmen; dies spiegelt sich in der Folge in der Wirkung auf die Kreditzinsen der Banken wider. Außerdem fördert der leichte Zugang zu einer kostengünstigen mittelfristigen Finanzierung den Rückgang der Bankkreditzinsen.

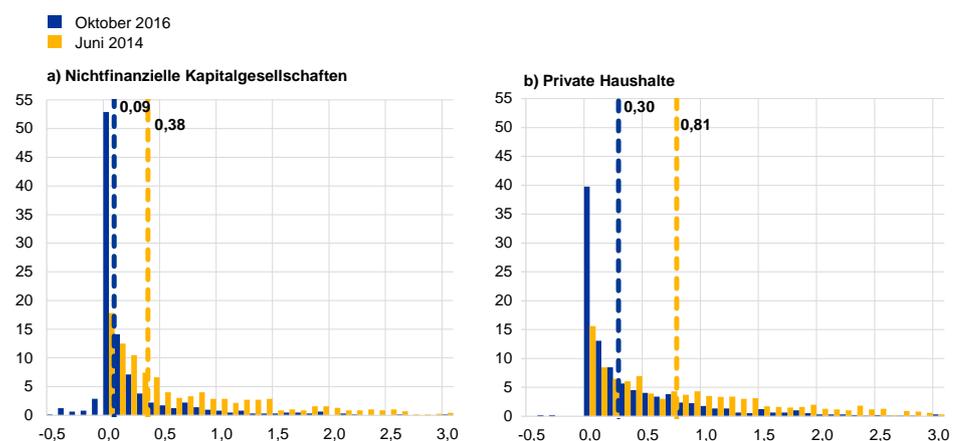
¹⁰ So ist etwa eine Komponente der gesamten Refinanzierungskosten der Banken, und zwar die Kosten der Mittelaufnahme am Kapitalmarkt (d. h. die Rendite von Bankanleihen), in anfälligen Ländern des Euro-Währungsgebiets vor allem im Zeitraum von 2011 bis 2012 höher gewesen als in weniger anfälligen. Diese Differenz ist auf die höheren Opportunitätskosten der Investitionen in Papiere zurückzuführen, die von Banken emittiert wurden, die in anfälligen Ländern tätig sind, in denen die Staatsanleiherenditen höher sind. Hinzu kommt, dass sich die aufgrund der Staatsschuldenkrise schlechtere Bonität der Staaten in erheblichem Maße auf das Kreditrisiko der in anfälligen Ländern agierenden Banken ausgewirkt hat, deren Refinanzierungskosten durch hohe Bestände an heimischen Staatsanleihen nachteilig beeinflusst wurden.

¹¹ Siehe G. Camba-Mendez, A. Durré und F. P. Mongelli, Bank interest rate setting in the euro area during the Great Recession, Working Paper Series der EZB, Nr. 1965, September 2016.

Die Verzinsung der Passiva der Banken spielt für die Festsetzung der Kreditzinsen im Mengengeschäft eine wichtige Rolle. Angesichts der Tatsache, dass die Entscheidungen der Finanzintermediäre nicht allein von der Höhe der Leitzinsen abhängen, sondern vielmehr von der Marge zwischen den Soll- und den Habenzinsen in Bezug auf ihre Intermediationsleistung, gilt es, die Verzinsung der Passiva der Banken zu berücksichtigen. Die aktuelle Abwärtsrigidität bei der Verzinsung von Einlagen zeigt sich in der Verteilung der Einlagensätze, die sich immer stärker der Null annähern. Ein begrenzter Spielraum für eine weitere Senkung des Einlagensatzes würde eine Erhöhung des Drucks auf die Bankmargen implizieren, da die Verzinsung auf der Aktivseite eine stärkere Abwärtsflexibilität aufweist. Im Oktober 2016 lagen lediglich 5,3 % der gemeldeten Zinssätze für neue Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und 0,5 % der Zinssätze für neue Einlagen privater Haushalte unter null (siehe Abbildung 9). Einlagenszinssätze im negativen Bereich bleiben somit ein äußerst seltenes Phänomen, das nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hauptsächlich in Deutschland betrifft und nur in wenigen Einzelfällen in einer kleinen Zahl anderer Länder festzustellen ist, da es die Banken vermeiden, Negativzinsen auf Einlagen im Mengengeschäft zu berechnen. Bislang scheint die Existenz einer Nullzinsuntergrenze für die Einlagensätze nicht zu restriktiv gewesen zu sein. So wurden seit Oktober 2016 nur 40 % der neuen Einlagen privater Haushalte mit 0 % verzinst (im Vergleich zu 53 % der Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften); dies ist ein Hinweis darauf, dass der Spielraum für eine Zinsanpassung in diesem Segment noch nicht vollständig ausgeschöpft sein könnte. Zugleich ist der Anteil der Spareinlagen privater Haushalte, für die aufgrund der Zinssatzungspraxis eine über der Nulllinie liegende Verzinsung erwartet wird, gestiegen.

Abbildung 9
Verteilung der Einlagenszinssätze für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über die einzelnen MFIs

(x-Achse: Einlagensätze in % p. a.; y-Achse: Häufigkeit in %)

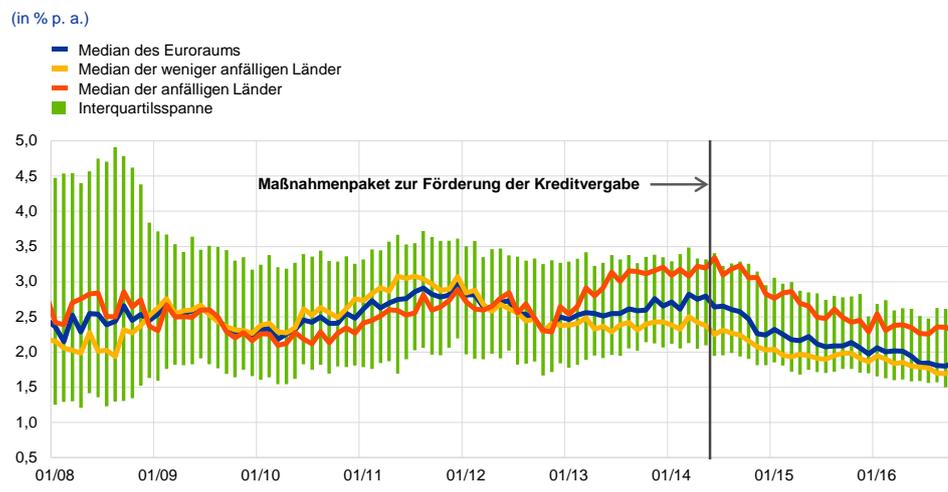


Quelle: EZB.

Anmerkung: Einlagenszinssätze im Neugeschäft wie von einzelnen Banken für jede verfügbare Produktkategorie gemeldet. Die gepunkteten Linien zeigen den gewichteten Durchschnitt der Einlagenszinssätze im Juni 2014 und Oktober 2016.

Es gibt neuere Belege dafür, dass die Negativzinspolitik zu einer Komprimierung der Differenzen zwischen Kredit- und Einlagenzinsen der Banken geführt hat. Seit der Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe im Juni 2014, als die Negativzinspolitik erstmals beschlossen wurde, ist der Median der Differenzen zwischen den gewichteten Kredit- und Einlagenzinsen der Banken gesunken (siehe Abbildung 10). Bei Banken in anfälligen Ländern ist der Rückgang ausgeprägter, wenngleich der Zinsabstand in diesen Ländern immer noch beträchtlich größer ist; der Medianwert beläuft sich dort für Oktober 2016 auf 2,3 Prozentpunkte im Vergleich zu 1,7 Prozentpunkten in weniger anfälligen Ländern. Die Margen sind nicht beispiellos eng, wenngleich sie nach wie vor, insbesondere in den anfälligen Ländern, auch eine erhöhte Kreditrisikokomponente enthalten.

Abbildung 10
Differenz zwischen dem gewichteten Kreditzinssatz und dem gewichteten Einlagenzinssatz



Quelle: EZB.
Anmerkung: Der gewichtete Einlagenzinssatz jeder Bank wird als gewichteter Durchschnitt der Einlagenzinssätze im Neugeschäft der Bank berechnet. Die Gewichtung erfolgt auf Basis der Neugeschäftsvolumina. Im Fall von täglich fälligen Einlagen wird die Gewichtung anhand der Veränderung des Einlagenbestands (sofern positiv) vorgenommen. Der gewichtete Kreditzinssatz jeder Bank wird als gewichteter Durchschnitt der Zinssätze für Kredite mit fester Laufzeit im Neugeschäft der Bank berechnet. Die Gewichtung erfolgt auf Basis der Neugeschäftsvolumina.

Zusätzliche qualitative Informationen wurden mittels einer Ad-hoc-Frage in der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet eingeholt. Diese Informationen bezogen sich auf die Auswirkungen der Krise und der Spannungen an den Staatsanleihemärkten, der Sondermaßnahmen der EZB und der Einführung des negativen Zinssatzes für die Einlagefazilität auf die Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken.¹² Die Antworten der Banken im Rahmen der Umfrage lassen darauf schließen, dass die anfangs (im vierten Quartal 2011) starken Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und Kreditrichtlinien der Banken im Gefolge der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit und der

¹² Siehe P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, The euro area bank lending survey, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 179, September 2016.

Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte, deren lockernde Wirkung in der zweiten Jahreshälfte 2013 einsetzte, nachließen. Die Antworten auf die Ad-hoc-Frage zu dem im April 2016 eingeführten negativen Einlagensatz rückten die rückläufigen Nettozinserträge der Banken, gesunkene Kreditzinssätze und eine Margenverengung im Kreditgeschäft in den Fokus. Den Befragten zufolge wirkten sich die Sondermaßnahmen der EZB¹³ positiv auf ihre Liquiditätsausstattung aus (wobei insbesondere die GLRGs einen überwiegend positiven Einfluss hatten), und die Auswirkungen auf die Ertragslage waren gemischt. Die Banken schätzen die Auswirkungen der GLRGs auf ihre Ertragskraft positiver ein als die Auswirkungen des APP; diese Beurteilung spiegelt die attraktiven Refinanzierungsbedingungen der GLRGs, insbesondere der zweiten Reihe (GLRG II), wider. Die Antworten lassen den Schluss zu, dass sowohl die GLRGs als auch das APP Auswirkungen auf die Liquiditätsposition und die Finanzierungsbedingungen der Banken hatten, was diese in die Lage versetzte, die gelockerten geldpolitischen Bedingungen an ihre Kunden weiterzugeben. In dieser Hinsicht haben die GLRGs und das APP zur Verbesserung der geldpolitischen Transmission beigetragen und den Bankkreditkanal wiederhergestellt.

Veränderungen in den Regelmäßigkeiten der Zinsweitergabe

Der traditionelle geldpolitische Transmissionsmechanismus fußt auf der Annahme, dass die Leitzinsen – und somit die Referenzmarktzinsen – die entscheidenden direkten Bestimmungsgrößen der Kreditzinsen im Mengengeschäft der Banken sind. Aktuell greift dieser Rahmen jedoch zu kurz, denn zwei wichtige Phänomene lassen sich durch ihn nicht erklären: die seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 beobachtete Zunahme der Heterogenität der Bankkreditzinsen im Mengengeschäft (siehe Abbildung 1) und die großen Unterschiede bei der Weitergabe der jüngsten Sondermaßnahmen der EZB.

Abbildung 11 zeigt die Ergebnisse der herkömmlichen Zinsweitergabemodelle, die Entwicklungen der Kreditzinsen ausschließlich mit der Entwicklung der Referenzmarktzinsen in Verbindung bringen.¹⁴ In der Abbildung sind die prognostizierten und die tatsächlichen Veränderungen der Zinsen für kurzfristige Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften (Grafik a) in Abbildung 11) sowie für kurzfristige Wohnungsbaukredite an private Haushalte (Grafik b) in Abbildung 11) für zwei

¹³ Die GLRGs im Juni 2014, die GLRG-II-Operationen im März 2016 und die Ankündigung des APP im Januar 2015. Einzelheiten finden sich in: EZB, Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

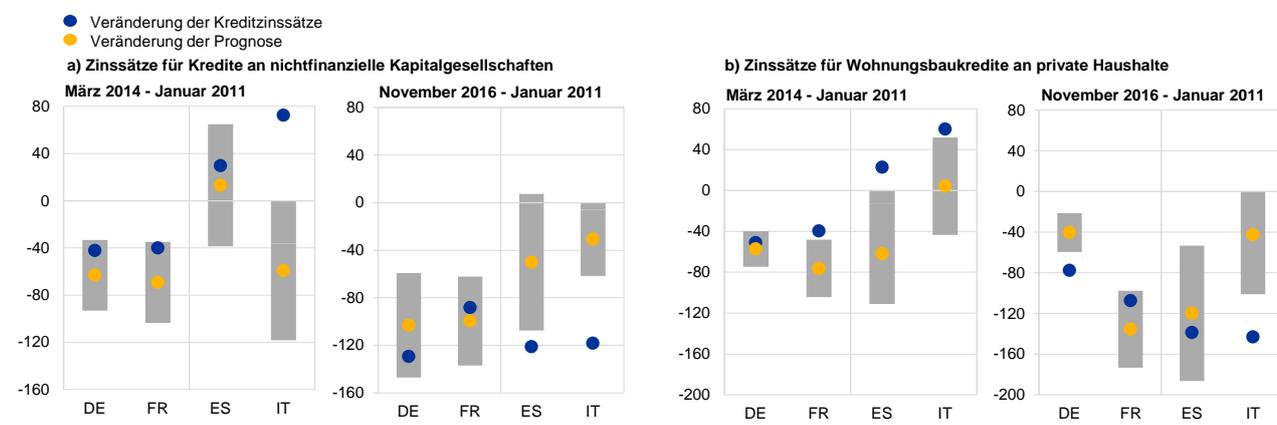
¹⁴ Die zugrunde liegende Methodik ist – mit einigen Änderungen – an Darracq Pariès et al. angelehnt. Siehe M. Darracq Pariès, D. Moccero, E. Krylova und C. Marchini, The retail bank interest rate pass-through: the case of the euro area during the financial and sovereign debt crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 155, August 2014. Im üblichen einfachen Eingleichungstransmissionsmodell wird unterstellt, dass es außer dem Referenzmarktzins, d. h. dem Zinssatz, zu dem Banken am Interbankengeldmarkt Mittel aufnehmen können, keine weiteren erklärenden Variablen im Anpassungsmechanismus der Kreditzinsen gibt. Die Modellierung erfolgt auf Basis eines Fehlerkorrekturmechanismus, der die langfristige Weitergabe im Gleichgewicht und eine kurzfristige Korrekturanpassung umfasst. Die Schätzung der Gleichung erfolgt gemäß dem „general-to-specific“-Ansatz. Die allgemeine Gleichung wird rekursiv geschätzt. Der insignifikanteste Parameter (mit dem höchsten p-Wert), der die kurzfristige Anpassung beschreibt, wird in jedem Schritt aus der Regression eliminiert; der Prozess wird so lange wiederholt, bis in der gewonnenen spezifischen Gleichung nur noch signifikante Lags enthalten sind.

Zeiträume dargestellt: zum einen für die Zeit von Januar 2011 (als sich die Staatsschuldenkrise zuspitzte) bis März 2014 (kurz vor der Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe) und zum anderen für die Zeit von Januar 2011 bis November 2016. Im ersten Zeitraum sind die tatsächlichen Veränderungen der Kreditzinsen größer als die prognostizierten, im zweiten Zeitraum sind im Fall von Italien und Spanien die tatsächlichen Veränderungen nicht so groß wie erwartet. Dies ist eine Bestätigung dafür, dass die üblichen Transmissionsmodelle nicht dazu geeignet sind, die hohen Kreditzinsen während der Staatsschuldenkrise und die Auswirkungen der aktuellen geldpolitischen Sondermaßnahmen auf die Kreditzinsen zu erklären.

Abbildung 11

Prognostizierte und tatsächliche Veränderungen der kurzfristigen Kreditzinssätze von Januar 2011 bis März 2014 sowie von Januar 2011 bis November 2016

(Veränderung in Basispunkten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Prognosen wurden auf Basis üblicher Transmissionsmodelle erstellt. Die Ermittlung der Lag-Spezifikationen für die länderspezifischen Fehlerkorrekturgleichungen folgte dem „general-to-specific“-Ansatz. Die Rechtecke zeigen das durchschnittliche Konfidenzintervall von 95 % über den Prognosezeitraum hinweg für ein über den gesamten Betrachtungszeitraum geschätztes Modell.

Ein synthetischer Ansatz zur Beurteilung der Veränderungen des Weitergabemechanismus besteht darin, die rollierenden empirischen Impuls-Antwort-Funktionen (IRFs) eines Anstiegs der Leitzinsen zu berücksichtigen. Der Zusammenbruch der üblichen Weitergabebeziehungen¹⁵ wurde zuvor in der Fachliteratur beschrieben, indem a) kumulative Veränderungen der Kreditzinsen mit kumulativen Veränderungen der Leitzinsen der EZB in verschiedenen Zeiträumen verglichen wurden, b) die prognostizierten Veränderungen den tatsächlichen Veränderungen der Kreditzinsen gegenübergestellt wurden¹⁶ oder c) die Stabilität des allgemeinen langfristigen Weitergabekoeffizienten in einem Panelmodell geprüft wurde¹⁷. Die Lag-Struktur beeinflusst und dämpft jedoch die Weitergabe insgesamt.

¹⁵ Im Gegensatz dazu verwenden von Borstel et al. FAVAR-Modelle und stellen fest, dass die Transmissionswirkung der konventionellen Geldpolitik auf die Bankkreditzinsen mit der Finanzkrise nicht verändert wurde, aber Veränderungen in Bezug auf die Bestandteile des Weitergabeprozesses entstanden sind. Siehe J. von Borstel, S. Eickmeier und L. Krippner, The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 10/2015.

¹⁶ Wie in Darracq Pariès et al. (siehe Fußnote 14).

¹⁷ Siehe A. Illes, M. J. Lombardi und P. Mizen, Why did bank lending rates diverge from policy rates after the financial crisis?, Working Paper der BIZ, Nr. 486, Februar 2015.

Aus diesem Grund reicht es nicht aus, den Schwerpunkt lediglich auf die langfristigen Weitergabekoeffizienten zu legen. Ein synthetischer Ansatz zur Beurteilung der kumulierten Reaktionen auf einen Leitzinsschock besteht darin, die rollierenden empirischen Impuls-Antwort-Funktionen eines Anstiegs der Referenzmarktzinsen um 1 % zu betrachten. Diese Analyse zeigt, dass die Weitergabe schleppend erfolgt: Der Impuls eines Leitzinsschocks wird nicht sofort auf die Kreditzinsen übertragen, sondern dies dauert rund ein Jahr. Zudem war die Zinsweitergabe von 2007 bis 2010 stärker und ließ dann in der Folge nach, wie in vorigen Studien bereits gezeigt. Die jüngsten Entwicklungen verdeutlichen die Zunahme der Impulsantworten für die Zinsen für kurz- und langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den betrachteten anfälligen Ländern (Italien und Spanien).

Manche Forschungsergebnisse weisen auf die Notwendigkeit hin, in empirischen Modellen des Weitergabemechanismus die Grenzkosten der Refinanzierung der Banken statt der Leitzinsen oder Referenzmarktzinsen zu verwenden. Da Banken ihre Mittel aus verschiedenen Quellen beziehen und zu diesen Mitteln Passiva mit verschiedenen Laufzeiten und unterschiedlichen Risikomerkmale zählen, können die gewichteten durchschnittlichen Refinanzierungskosten der Banken stark von den Leitzinsen abweichen. So haben beispielsweise von Borstel et al. den Weitergabeprozess in seine einzelnen Bestandteile zerlegt und die Transmission von a) den Leitzinsen auf die risikofreien Zinssätze, b) den risikofreien Zinssätzen auf die Finanzierungskosten der Staaten, c) den Finanzierungskosten der Staaten auf die Finanzierungskosten der Banken und d) den Finanzierungskosten der Banken auf die Kreditzinsen im Mengengeschäft erfasst.¹⁸ In ihrem Modell verwenden sie eine große Anzahl von Variablen, um die Weitergabe zu erklären, wobei sie die Kredit- und Einlagenzinsen sowie die Renditeaufschläge von Staatsanleihen und Credit-Default-Swaps berücksichtigen; zudem werden die gewichteten durchschnittlichen Refinanzierungskosten der Banken zugrunde gelegt. Illes et al. nutzen eine Panel-Kointegrationsanalyse, bei der die langfristigen Weitergabekoeffizienten für die Kreditzinsen und die Finanzierungskosten für alle Länder gleich sind, die kurzfristige Anpassung jedoch länderspezifisch ist.¹⁹ Sie dokumentieren eine stabile langfristige Beziehung zwischen den Kreditzinsen und den Finanzierungskosten über den Betrachtungszeitraum, der sowohl die Zeitspannen vor als auch nach der Krise umfasst.²⁰ Eine ähnliche Untersuchung, die auf Eingleichungs-Fehlerkorrekturmodellen statt auf Panel-Ansätzen beruht, führt zu weniger stabilen empirischen Impuls-Antwort-

¹⁸ Siehe Verweis in Fußnote 15.

¹⁹ Siehe Fußnote 17.

²⁰ Harimohan et al. untersuchen im Gegensatz dazu das Durchwirken der Finanzierungskosten einzelner Banken auf die Kredit- und Einlagenzinssätze im Mengengeschäft der Banken im Vereinigten Königreich und stellen fest, dass die gemeinsame Komponente der Finanzierungskosten schnell und vollständig weitergegeben wird, während Veränderungen der Kosten, die nicht alle Banken gleichermaßen betreffen, langsamer weitergegeben und vom Wettbewerb am Markt beeinflusst werden. Siehe R. Harimohan, M. McLeay und G. Young, Pass-through of bank funding costs to lending and deposit rates: lessons from the financial crisis, Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 590, April 2016.

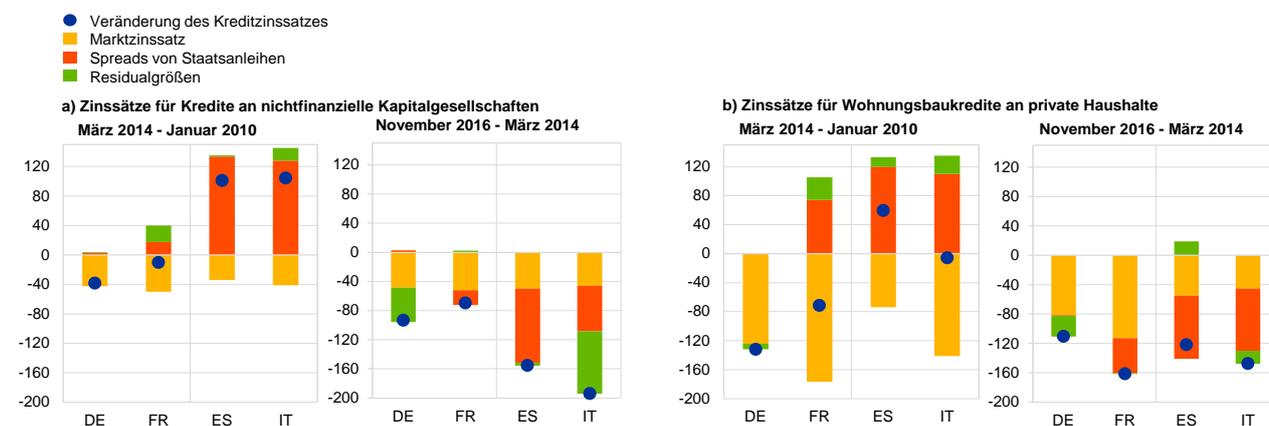
Funktionen als Modelle, die statt der Finanzierungskosten die Referenzmarktzinssätze heranziehen.²¹

Neuere Publikationen haben eine große Zahl zusätzlicher Einflussfaktoren²² für Veränderungen in den Regelmäßigkeiten der Transmission in den Vordergrund gestellt. Der enge Rahmen der Fehlerkorrekturmodelle lässt nicht zu, dass viele erklärende Variablen als Eingangsgrößen verwendet werden können; diese Modelle konzentrieren sich daher ausschließlich auf die wichtigsten Variablen. Die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB sollen den Bankkreditkanal wiederherstellen und dazu beitragen, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wieder in Gang zu setzen; ihre Auswirkungen auf die Zinsweitergabe insgesamt zu beurteilen, ist jedoch eine anspruchsvolle Aufgabe.

Abbildung 12

Beitrag erklärender Faktoren zu den Veränderungen der gewichteten Kreditzinssätze

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zerlegung der Kreditzinsen erfolgt auf Basis von Weitergabemodellen, wobei die Renditeabstände von Staatsanleihen als Risikofaktor berücksichtigt werden. Die Beiträge zu den gewichteten Kreditzinsen resultieren aus Beiträgen zu kurz- und langfristigen Kreditzinsen unter Verwendung eines auf dem geglätteten Neugeschäftsvolumen beruhenden Gewichtungsschemas. Als Referenzmarktzinssätze für die kurz- bzw. langfristigen Kreditzinsen dienen der Dreimonats-EURIBOR bzw. Zweijahres-Swapsätze. Die Ermittlung der Lag-Spezifikationen für die länderspezifischen Fehlerkorrekturgleichungen beruht auf einem „general-to-specific“-Ansatz.

²¹ Dies beinhaltet die Ermittlung des länderspezifischen gewichteten Durchschnitts der Finanzierungskosten der Banken durch Aggregation der herkömmlichen Finanzierung über Einlagen im Mengengeschäft, die Emission von Bankanleihen und die Nettofinanzierung über das Eurosystem. Die Aggregation erfolgt auf Basis von Beständen. Die Einlagensätze werden berechnet als mit dem jeweiligen Neugeschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt aus täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist. Die Ermittlung der Lag-Spezifikationen für die länderspezifischen Fehlerkorrekturmodelle beruht auf einem „general-to-specific“-Ansatz.

²² Blagov et al. verwenden beispielsweise ein Markov-Switching-VAR-Modell mit endogenen Übergangswahrscheinlichkeiten, um aufzuzeigen, dass a) globale Risikofaktoren zu höheren Kreditzinsen in Italien und Spanien beigetragen haben, b) sich die Störung der Weitergabe in Spanien unter anderem durch Probleme im Bankensektor erklären lässt und c) Haushaltsprobleme und Ansteckungseffekte die Beeinträchtigung der Zinsweitergabe in Italien und Irland mit verursacht haben. Siehe B. Blagov, M. Funke und R. Moessner, Modelling the time-variation in euro area lending spreads, Working Paper der BIZ, Nr. 526, November 2015.

Die Einbindung des Renditeabstands von Staatsanleihen als zusätzliche erklärende Variable im Weitergabeprozess zeigt, wie Spannungen am Staatsanleihemarkt den Transmissionsmechanismus beeinflusst haben.

In Abbildung 12 ist die Aufschlüsselung der Kreditzinsen nach erklärenden Variablen dargestellt. Der Rückgang der Referenzmarktzinsen ab Beginn der Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 bis März 2014 drückte zwar die Kreditzinsen im Mengengeschäft in allen untersuchten Ländern, wurde jedoch in Italien und Spanien durch den steilen Anstieg der Staatsanleihespreads aufgewogen. Dies führte sogar dazu, dass die Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Italien und Spanien in diesem Zeitraum zunahm. Zugleich setzte der Renditerückgang bei den Bundesanleihen, der auf einer Mittelumschichtung in qualitativ höherwertige Anlagen und Liquiditätseffekten während der Krise beruhte, die kurzfristigen Kreditzinsen in Deutschland zusätzlich unter Druck, die sodann etwas stärker sanken als nach historischen Maßstäben zu erwarten war. Dagegen führte die 2014 einsetzende rückläufige Entwicklung der Staatsanleiherenditen zu einer gegenüber anderen Ländern deutlicheren Verringerung der Kreditzinsen in Italien und Spanien, welche die länderübergreifende Streuung der Kreditzinsen weiter verringerte.

Die Einführung negativer Zinssätze für die Einlagefazilität stellt einen Sonderfall der konventionellen geldpolitischen Lockerung dar, der aufgrund von Friktionen oder institutionellen Vorkehrungen zu einer Nichtlinearität des Weitergabemechanismus führen kann.

Bargeld ist eine renditelose Alternative zu Einlagen und erzeugt eine Abwärtsrigidität bei der Verzinsung von Einlagen (siehe Abbildung 9). Bestimmte institutionelle Merkmale, die das Finanzsystem durchdringen, führen zu zusätzlichen Friktionen im Transmissionsmechanismus (wie zum Beispiel rechtliche Beschränkungen hinsichtlich der Anwendung negativer Zinssätze in einigen Ländern, die unterschiedliche steuerliche Behandlung negativer Zinserträge und Bestimmungen in Finanzkontrakten, denen zufolge Gebühren von Kreditgebern an Kreditnehmer untersagt sind). Theoretische und empirische Untersuchungen zu diesem Thema sind kaum vorhanden. Brunnermeier und Koby haben ein theoretisches Modell entwickelt, demzufolge sich die akkommodierende Geldpolitik in ihrer Wirkung umkehren und kontraktiv werden kann; dies geschieht, sobald ein Zinssatz einen bestimmten Wendepunkt erreicht, der von verschiedenen Merkmalen des Bankensystems und Regelmäßigkeiten der Zinsweitergabe abhängt.²³ Heider et al. haben anhand granularer Daten zu den Merkmalen von Kreditgebern und deren Kreditnehmern gezeigt, dass die Transmission negativer Zinssätze von der Finanzierungsstruktur der Banken abhängt (Banken mit hohen Einlagen gehen ein größeres Risiko ein und vergeben weniger Kredite als Banken mit niedrigen Einlagen; vorsichtige Kreditnehmer wechseln von Banken mit hohen Einlagen zu Banken mit niedrigen Einlagen).²⁴ Demiralp et al. haben besondere Anpassungen von Bankbilanzen angesichts negativer Zinssätze für die

²³ M. K. Brunnermeier und Y. Koby, The reversal interest rate: an effective lower bound of monetary policy, Working Paper der Princeton University, 2016, vorgestellt bei der EZB-Konferenz „Monetary policy pass-through and credit markets“, 27.-28. Oktober 2016, Frankfurt am Main.

²⁴ F. Heider, F. Saidi und G. Schepens, Life below zero: bank lending under negative policy rates, Working Paper, vorgestellt bei der EZB-Konferenz „Monetary policy pass-through and credit markets“, 27.-28. Oktober 2016, Frankfurt am Main.

Einlagefazilität dokumentiert.²⁵ Insgesamt geht die negative Verzinsung der Einlagefazilität mit einer Kompression der Zinsmarge der Banken und einem Rückgang ihrer Profitabilität einher.

Kasten 2

Durchwirken geldpolitischer Maßnahmen und Merkmale der Bankbilanzen

Im vorliegenden Kasten wird das Durchwirken der Ankündigungen der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen auf die Kreditzinsen der Banken beurteilt.²⁶ Dabei werden die beiden folgenden Fragen beantwortet: Trugen die im Juni 2014 angekündigten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und das im Januar 2015 angekündigte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu einer Veränderung der Streuung der Kreditzinsen und einer Verringerung der Heterogenität bei den Kreditkonditionen der Banken bei? Was sind die Merkmale der am stärksten von den geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems betroffenen Banken?

Was den Zusammenhang zwischen der geldpolitischen Transmission und den Bilanzmerkmalen der Banken betrifft, so gilt nach herkömmlicher Auffassung, dass größere Banken mit umfangreicherer Kapitalausstattung und höherer Liquidität in normalen Zeiten widerstandsfähiger gegenüber monetären Straffungen sind. Insgesamt fällt es diesen Banken leichter, externe Finanzierungsquellen zu substituieren, potenzielle künftige Verluste zu absorbieren und Mittel umzuschichten, um eine höhere Kreditnachfrage zu bedienen.²⁷

In Zeiten von Finanzmarktspannungen könnten allerdings wirtschaftliche und regulatorische Beschränkungen die Wirksamkeit der Geldpolitik verändern. Im Folgenden wird anhand eines nach Monaten disaggregierten, 260 Banken umfassenden Datensatzes das Durchwirken der Geldpolitik auf die Kreditzinsen im Euroraum während der Finanzmarkturbulenzen von 2007 bis 2015 überprüft. Dieser Datensatz ist hinreichend groß und disaggregiert, um Verzerrungen durch Heterogenitäten in der Querschnitts- und Zeitdimension zu vermeiden.

Für die Analyse wurde ein Panel-Vektorautoregressionsmodell (Panel-VAR-Modell) herangezogen, das die dynamische Interaktion zwischen Bankkreditvergabe, Finanzierungsbedingungen und Gesamtwirtschaft erfasst.²⁸ Im Gegensatz zu statischen Weitergabemodellen, bei denen die Schätzungen in der Regel anhand eines Eingleichungspanelansatzes erfolgen, bietet diese Methode zwei wesentliche Vorteile. Erstens lässt sie eine endogene Interaktion zwischen Kredit- und Finanzierungsbedingungen innerhalb einer Bank in Reaktion auf die geldpolitischen Änderungen zu. Diese Interaktion wird von Eingleichungsansätzen nicht abgedeckt.

²⁵ S. Demiralp, J. Eisenschmidt und T. Vlassopoulos, The impact of negative interest rates on bank balance sheets: evidence from the euro area, 2016, vorgestellt bei dem EZB-Workshop „Non-Standard Monetary Policy Measures“, 18.-19. April 2016, Frankfurt am Main.

²⁶ Zugrunde gelegt wird die Methodik von C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, Working Paper Series der EZB, Nr. 1978, November 2016.

²⁷ Siehe A. K. Kashyap und J. C. Stein, What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?, in: American Economic Review, Bd. 90, Nr. 3, 2000, S. 407-428; J. Peek und E. S. Rosengren, Bank lending and the transmission of monetary policy, in: J. Peek und E. S. Rosengren (Hrsg.), Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, Nr. 39, Juni 1995, S. 47-68, sowie R. P. Kishan und T. Opiela, Bank size, bank capital, and the bank lending channel, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 32, Nr. 1, Februar 2000, S. 121-141.

²⁸ Siehe Fußnote 26.

Zweitens ermöglicht sie eine dynamische Rückkopplung zwischen Kredit- und Finanzierungsbedingungen. In statischen Modellen werden diese dynamischen Rückkopplungseffekte außer Acht gelassen, während sie in dynamischen Eingleichungsmodellen nur mangelhaft gemessen werden.

Die Wirkung des geldpolitischen Kurses auf die Kreditzinsen wurde in zwei Schritten berechnet. Zunächst wurde anhand einer Ereignisstudie mit hochfrequenten Daten die Reaktion von Vermögenspreisen auf die Ankündigungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen von Mai 2014 bis Dezember 2015 ermittelt.²⁹ Anschließend erfolgte ein Vergleich zwischen a) der Kreditzinsentwicklung, die durch die Abbildung der geldpolitisch bedingten Komponente dieser Variablen auf die einzelnen Bankkreditzinssätze berechnet wurde, und b) der Kreditzinsentwicklung, die sich unter der Annahme ergibt, dass sich diese Variablen seit Mai 2014 unabhängig von der geldpolitischen Komponente entwickelt haben.

Ein solcher zweistufiger Ansatz ist vorteilhaft, da er die Erfassung der unmittelbaren Auswirkungen der Sondermaßnahmen auf die Finanzmärkte ermöglicht – Auswirkungen, die bei Verwendung von Monatsdaten sonst eher verblasen.

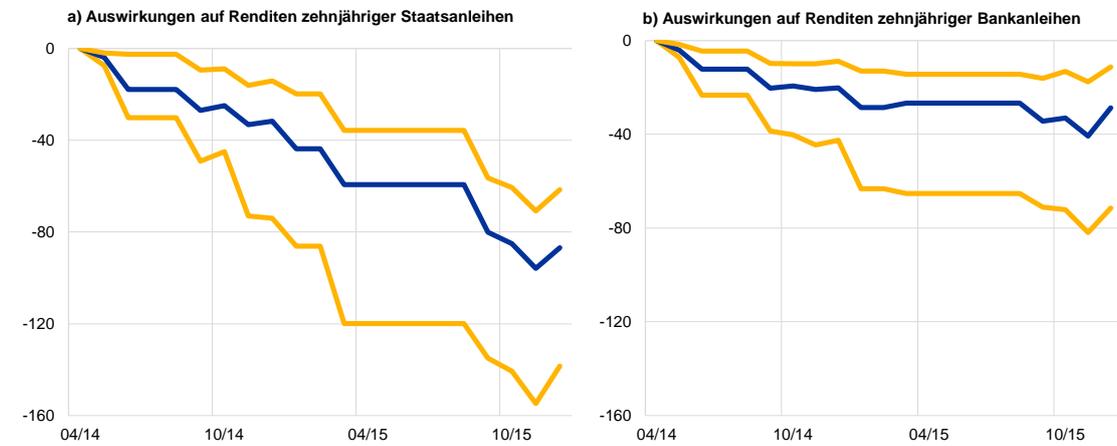
Die Schätzungen lassen den Schluss zu, dass die seit Juni 2014 eingeführten Sondermaßnahmen zusammengekommen bei einer Vielzahl von Finanzmarktsegmenten einen deutlichen Renditerückgang bewirkten. Den Ergebnissen zufolge waren die Auswirkungen auf die langfristigen Staatsanleihen beträchtlich. Der Median des kumulierten Renditerückgangs der zehnjährigen Staatsanleihen belief sich in den Euro-Ländern am Ende des Betrachtungszeitraums auf rund 100 Basispunkte. Die Übertragungseffekte auf die Renditen nicht im Rahmen der Programme berücksichtigter Vermögenswerte sind im Fall von Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum stark ausgeprägt (siehe Abbildung A). Der Median des Renditerückgangs der Bankanleihen betrug Ende 2015 bei den MFIs nahezu 40 Basispunkte.

²⁹ Siehe A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 43, Ausgabe 2, S. 215-287, sowie C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, November 2015.

Abbildung A

Veränderung der Renditen von Staats- und Bankanleihen infolge der Sondermaßnahmen

(in % p. a.)



Quelle: C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, Working Paper Series der EZB, Nr. 1978, November 2016.

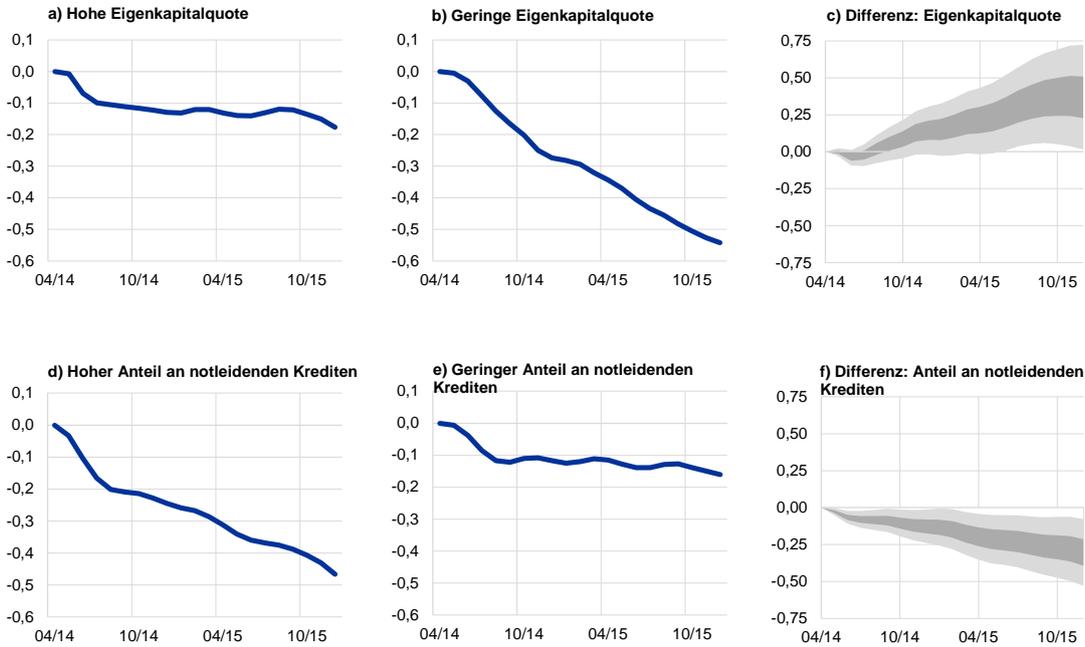
Anmerkung: Dargestellt sind die kumulierten Effekte der Sondermaßnahmen auf die Renditen von Staatsanleihen (identisch für alle im gleichen Land tätigen Banken) und Bankanleihen (unterschiedlich für jede Bank). Die blaue durchgezogene Linie entspricht dem Median; die gelben Linien markieren das 5. Perzentil bzw. das 95. Perzentil der Verteilung.

Bilanzmerkmale haben eine Bedeutung für die Erklärung der Verringerung des Spreads der Verteilung der Kreditzinsen in Reaktion auf die Sondermaßnahmen. Um den Effekt auf die Kreditzinsen auf Einzelbankebene ermitteln zu können, wurde die Differenz zwischen den Kreditzinsen, die durch die geldpolitischen Maßnahmen bedingt sind, und den Kreditzinsen, die seit Mai 2014 ohne diese Maßnahmen verzeichnet worden wären, zugrunde gelegt. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die Sondermaßnahmen eine besonders stark senkende Wirkung auf die Kreditzinsen von Banken mit einem hohen Anteil an notleidenden Krediten und geringem Eigenkapital hatten. Der Median der Differenzen zwischen dem oberen und dem unteren Quartil der nach diesen Merkmalen geordneten Verteilung beträgt bis zu 40 Basispunkte, wobei die Differenzen nach einem Zeitraum von etwa 18 Monaten eine hohe Signifikanz aufweisen (siehe Abbildung B).

Abbildung B

Kreditzinsdifferenzen nach Bankmerkmalen

(in Prozentpunkten)



Quelle: C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, Working Paper Series der EZB, Nr. 1978, November 2016.

Anmerkung: Dargestellt sind die durchschnittlichen Reaktionen im oberen und im unteren Quartil der nach den Bankmerkmalen geordneten Kreditzinsverteilung. Die schattierten Bereiche in der dritten Spalte bilden die Interquartilsspanne (dunkelgrau) bzw. die 95 %-Quantilsspanne (hellgrau) ab. Die A-posteriori-Verteilungen wurden anhand einer Vektorautoregression für jede Bank unter Verwendung der Bankanleiherenditevariablen ermittelt.

Die günstigeren Kreditkonditionen im Euro-Währungsgebiet erleichterten das Durchwirken des akkommodierenden geldpolitischen Kurses entlang der Intermediationskette auf die privaten Haushalte und die Unternehmen. Die Sondermaßnahmen trugen dazu bei, dass sich die Kreditvergabebedingungen normalisierten, die sich im Querschnitt zu beobachtenden Unterschiede der Kreditzinsen verringerten und sich die Weitergabe mittelfristig verbesserte. Zurückzuführen waren die günstigeren Kreditvergabebedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften darauf, dass sich die unmittelbare Weitergabe verbesserte, die Refinanzierungskosten dynamisch zurückgingen und Signalisierungseffekte wirkten. Die positiven Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten der Banken stellten für die Banken einen Anreiz dar, die Kostenentlastung durch eine stärkere Kreditvergabe zu besseren Bedingungen an die Endkreditnehmer weiterzugeben.

Kasten 3

Transmission der Bankkreditzinsen auf die Gesamtwirtschaft aus Sicht eines dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells

Im vorliegenden Kasten wird die Transmission der Bankkreditzinsen anhand des makrofinanziellen Modells von Darracq Pariès, Jacquinot und Papadopoulou³⁰ (nachfolgend als DJP-Modell bezeichnet) untersucht, indem der aus der kombinierten Wirkung der von Juni 2014 bis Juni 2015 ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen resultierende Effekt auf die Kreditzinsen und sich ergebende Rückgang der Staatsanleiherenditen simuliert wird. So wird gezeigt, wie die im vereinfachten Kalkulationsmodell zugrunde gelegten Haupteinflussfaktoren auf die Kreditzinsen im DJP-Modell abgebildet und modelliert werden können.³¹ Wie bei Darracq Pariès, Jacquinot und Papadopoulou³² erläutert, führten die Bestimmungsfaktoren des Zusammenspiels von Kreditausfallrisiken im Staats-, Banken- und Unternehmenssektor während der Krise tatsächlich zu einer Ausweitung der Spreads der Kreditzinsen und zu einer stärkeren Fragmentierung.³³ Außerdem wird im vorliegenden Kasten versucht, anhand desselben Modells die gesamtwirtschaftliche Transmission der geldpolitischen Sondermaßnahmen und deren Auswirkungen auf die Kreditzinsen nach der Einführung des umfassenden Pakets an Sondermaßnahmen durch die EZB von Juni 2014 bis Juni 2015 wie auch den gleichzeitigen Rückgang der Staatsanleiherenditen zu beleuchten.³⁴ Mittels der Ergebnisse der Simulation lassen sich die Verringerung der Spreads der Kreditzinsen, die nachlassende Fragmentierung und die Verbesserung der Wirtschaftslage erklären.

Das DJP-Modell ist ein mehrere Länder umfassendes dynamisch-stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell) für den Euroraum, in dem granulare Friktionen im Bankwesen und im Staatssektor wie auch finanzielle Friktionen betrachtet werden. Als globales Sechsregionen-Modell, das für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, das übrige Euro-Währungsgebiet und den Rest der Welt kalibriert ist, beleuchtet es die umfassenden Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Abgebildet werden die Verflechtungen zwischen Staaten und Banken in reduzierter Form, risikofreudige Banken mit monopolistischem Handeln, mit dem Ausfall von Unternehmen verbundene finanzielle Friktionen und die grenzüberschreitende Kreditvergabe. Aufgrund dieser Merkmale ist das Modell geeignet, um die in den Euro-Ländern beobachtete Heterogenität der Entwicklung der Bankkreditzinsen und die Bedeutung von Ansteckungseffekten im Staats- und Finanzsektor für die globale Verbreitung von Schocks zu analysieren.

In dem Modell beziehen sich Störungen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik sowohl auf die Kreditnachfrage als auch das Kreditangebot und können durch Zerlegung des Zinssatzes für die Kreditvergabe in eine aus vier einzelnen Segmenten bestehende Kette der Finanzierungskosten, die von unterschiedlichen Akteuren zu tragen sind, identifiziert werden. Diese Zerlegung steht mit dem im Abschnitt „Kreditzinssatzverhalten und dessen Triebkräfte im Euro-Währungsgebiet“ beispielhaft dargestellten vereinfachten Kalkulationsmodell zur Bestimmung des Kreditzinssatzes im Einklang, spiegelt dieses wider und lässt sich damit verknüpfen. Mittels der Zerlegung lassen

³⁰ Siehe M. Darracq Pariès, P. Jacquinot und N. Papadopoulou, Parsing financial fragmentation in the euro area: a multi-country DSGE perspective, Working Paper Series der EZB, Nr. 1891, April 2016.

³¹ Siehe den Abschnitt „Kreditzinssatzverhalten und dessen Triebkräfte im Euro-Währungsgebiet“.

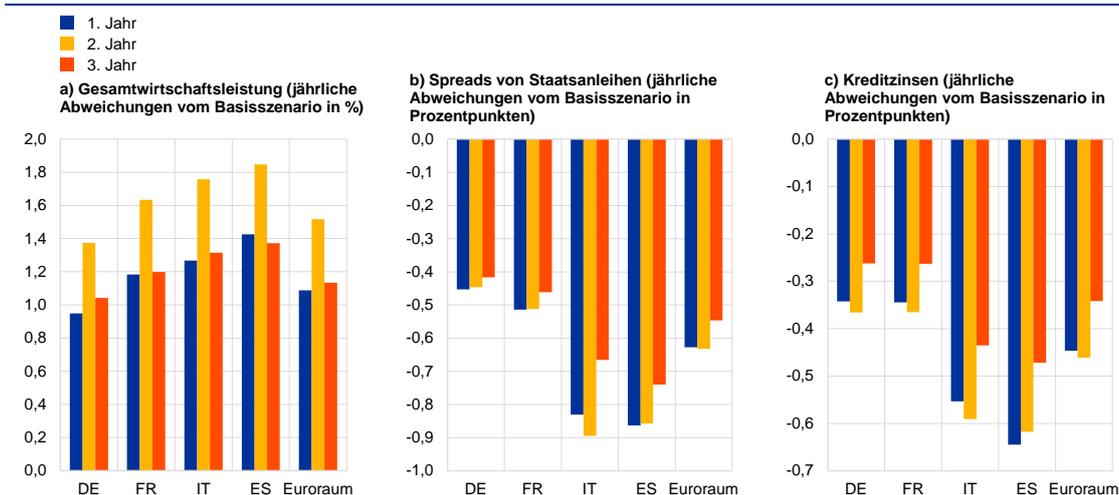
³² Siehe Fußnote 30.

³³ Siehe den Abschnitt „Kreditzinssatzverhalten und dessen Triebkräfte im Euro-Währungsgebiet“.

³⁴ Gemäß Schätzungen bei C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, Working Paper Series der EZB, Nr. 1978, November 2016.

sich die Intermediationskosten abbilden, die spezifische Typologien finanzieller Friktionen bilden. Diese Friktionen können unabhängig voneinander das Epizentrum einer bestimmten Störung der Finanzmärkte darstellen, die während der Finanzkrise im Euroraum auftrat und Einfluss auf das Durchwirken auf die Bankkreditzinsen hatte. Außerdem können die Intermediationskosten auch als Grundlage für die Analyse der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB dienen. Das erste Finanzierungssegment bezieht sich auf die Refinanzierungskosten der Banken, die dem um einen Ausgleich für das Länderrisiko erhöhten Leitzins entsprechen, und gibt näherungsweise die Ansteckungseffekte von Spannungen am nationalen Staatsanleihemarkt auf die Finanzierungsbedingungen der Banken wieder. Das zweite Segment betrifft das Entscheidungsproblem des Bankers, das durch finanzielle Friktionen verbunden mit bankspezifischen Schwachstellen in Form schwacher Eigenkapitalpositionen und Finanzierungsbeschränkungen gekennzeichnet ist. Im Fokus des dritten Segments der Finanzintermediation stehen die monopolistischen Margen der Kreditinssetzung durch im Mengengeschäft tätige Bereiche. Das vierte Segment bezieht sich auf die letzte Phase der Finanzintermediation, die die Kompensation für die mit der Kreditvergabe an Unternehmen verbundenen Kreditausfallrisiken umfasst.

Auswirkungen des APP auf die Gesamtwirtschaft bei der Nullzinsuntergrenze



Quelle: EZB-Berechnungen basierend auf M. Darracq Pariès, P. Jacquinot und N. Papadopoulou, Parsing financial fragmentation in the euro area: a multi-country DSGE perspective, Working Paper Series der EZB, Nr. 1891, April 2016.
 Anmerkung: Die durchgeführten Simulationsrechnungen beruhen auf einer endogenen, etwa für zwei Jahre bindenden Nullzinsuntergrenze.

Im Gefolge der Finanzkrise ergriff die EZB eine Reihe von geldpolitischen Sondermaßnahmen in dem Versuch, die negativen Folgen der Finanzkrise abzumildern. Diese Maßnahmen trugen dazu bei, die Streuung der Kreditzinsen über eine Verringerung der Staatsanleiherenditen zu reduzieren und die Wirtschaftsentwicklung in einer Zeit, als die Zinsen die Nullzinsuntergrenze erreichten, zu verbessern. Der Rückgang der Staatsanleiherenditen bis Juni 2015, der aus dem Gesamtpaket der Sondermaßnahmen resultierte, wurde simuliert, um Erkenntnisse zur aggregierten Wirkung auf die Gesamtwirtschaftsleistung und die Kreditzinssätze gewinnen zu können. Wie aus der Abbildung ersichtlich wird, ist die gesamtwirtschaftliche Wirkung in anfälligen Ländern (wie etwa Italien und Spanien) größer. Die Verringerung der Renditen für Staatsanleihen dürfte sich auf die Wirtschaft übertragen und über den indirekten Transmissionskanal der Sondermaßnahmen, die durch eine Senkung der Finanzierungskosten für die Banken die Kreditbedingungen im privaten nicht-finanziellen Sektor lockern, zu geringeren Kreditzinsen und niedrigeren Spreads führen.

Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde die Zinsweitergabe im Kreditgeschäft in Zeiten geldpolitischer Sondermaßnahmen analysiert. Die empirische Evidenz zeigt, dass während der jüngsten Finanzkrise eine zunehmende Streuung der Kreditzinsen – bei einem hohen Maß an Fragmentierung – zu beobachten war. In jüngerer Zeit, vor allem seit der Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe im Jahr 2014, hat sich diese Entwicklung umgekehrt. Viele Faktoren spielten bei der Transmission konventioneller und unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen auf die Kreditzinsen eine wichtige Rolle.

Empirischen Belegen zufolge eignen sich einfache Zinsweitergabemodelle nicht dafür, das Zinssetzungsverhalten im Kreditgeschäft zu beschreiben. Dies scheint sowohl für die Finanzkrise im Euroraum als auch für die Zeiten, in denen die Sondermaßnahmen in Kraft waren, zu gelten. Die Einbindung weiterer Faktoren, die die Regelmäßigkeiten der Zinsweitergabe beeinflussen, in diese Modelle verbessert die Prognose und Stabilität des Weitergabemechanismus.

Während der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet gaben die Verflechtungen zwischen Staaten und Banken in erheblichem Maße Anlass zur Sorge. Grund hierfür ist die Tatsache, dass die Bestände der Banken an heimischen Staatsanleihen die Übertragung der erhöhten Belastung der Staatshaushalte auf die Kreditvergabe der Banken und das Solvenzrisiko in anfälligen Staaten verstärken. Wie weiter oben dargelegt, führte die Umsetzung der Sondermaßnahmen der EZB zu einer deutlichen Verringerung der kurz- und mittelfristigen Kosten der Finanzkrise.

Vor diesem Hintergrund ist eine Bankenunion unerlässlich, um die nach wie vor bestehenden Strukturschwächen zu beseitigen und die Verflechtungen zwischen Staaten und Banken aufzulösen, was zu einem robusteren Bankensystem im Euro-Währungsgebiet und einer einheitlicheren Transmission der Geldpolitik führen würde. Mit der Übereinkunft, einen Einheitlichen Aufsichtsmechanismus und einen Einheitlichen Abwicklungsmechanismus für Banken zu schaffen, haben die EU-Institutionen historische Schritte in Richtung einer Bankenunion unternommen. Im November 2015 legte die Europäische Kommission als nächsten Schritt zur Vollendung der Bankenunion einen Vorschlag für ein europäisches Einlagensicherungssystem (European Deposit Insurance Scheme – EDIS) vor, um eine solidere und harmonisierte Form der Versicherung für alle Kleinkundeneinlagen zu gewährleisten.

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
- . Daten noch nicht verfügbar
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)					VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20 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
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,2	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,7	.	2,0	0,2
2016 Q1	0,7	0,2	0,3	0,7	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
Q2	0,7	0,4	0,6	0,5	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
Q3	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,3	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8	1,2	.	2,2	0,7
2016 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.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Dez.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,1	1,6	.	2,1	1,1

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

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

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

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

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
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	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 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
Okt.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Dez.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04

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-Währungsgebiet ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
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	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 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
Okt.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Dez.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35

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
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
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	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 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
Okt.	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Nov.	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Dez.	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0

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				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				Effektiver Jahreszinssatz ³⁾			
			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 Dez.	0,13	0,64	0,63	0,98	6,60	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	2,00	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	2,23	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	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19
März	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
April	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	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	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Juni	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
Juli	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Aug.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,44	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Sept.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,17	5,75	6,14	2,34	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Okt.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Nov. ^(p)	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,73	6,11	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79

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 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	2,09
2016 Jan.	0,13	0,27	0,77	2,96	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	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
März	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
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	1,67	1,74	1,92
Juni	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,00	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
Juli	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,68	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Sept.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,95	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
Okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov. ^(p)	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,89	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,51	1,82

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	1 321	544	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 278	517	156	.	61	478	65	337	153	37	.	32	82	34
2016 Juni	1 295	525	140	.	68	493	69	313	141	38	.	27	80	27
Juli	1 285	524	137	.	72	486	66	354	160	43	.	36	78	38
Aug.	1 301	526	151	.	70	484	70	321	142	51	.	24	77	26
Sept.	1 315	541	149	.	69	492	65	354	159	44	.	30	86	36
Okt.	1 291	531	139	.	71	484	67	341	156	43	.	35	69	37
Nov.	1 300	537	142	.	70	487	65	333	139	48	.	32	88	26
Langfristig														
2013	15 114	4 403	3 095	.	919	6 069	628	223	70	39	.	16	90	9
2014	15 140	4 055	3 165	.	992	6 285	642	221	66	43	.	16	85	10
2015	15 244	3 784	3 284	.	1 058	6 481	637	215	67	45	.	13	81	9
2016 Juni	15 235	3 739	3 117	.	1 078	6 663	638	222	78	42	.	13	79	10
Juli	15 187	3 706	3 129	.	1 082	6 630	641	208	58	47	.	10	84	9
Aug.	15 173	3 700	3 124	.	1 081	6 628	640	99	32	17	.	3	42	5
Sept.	15 194	3 685	3 141	.	1 099	6 630	638	219	53	46	.	29	84	7
Okt.	15 222	3 676	3 172	.	1 106	6 618	651	241	56	62	.	22	82	18
Nov.	15 305	3 668	3 204	.	1 129	6 653	652	213	43	62	.	26	76	7

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	16 369,4	4 886,1	3 219,3	.	985,8	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 460,9	4 598,5	3 295,8	.	1 050,7	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 521,8	4 301,4	3 440,0	.	1 118,7	6 959,7	701,9	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016 Juni	16 530,3	4 263,6	3 257,0	.	1 146,0	7 156,3	707,4	6 210,2	395,0	862,0	4 953,2
Juli	16 471,6	4 230,0	3 265,4	.	1 153,6	7 115,9	706,7	6 494,8	427,0	874,1	5 193,7
Aug.	16 474,3	4 226,2	3 275,3	.	1 151,1	7 112,3	709,5	6 535,7	444,7	881,4	5 209,6
Sept.	16 509,3	4 225,7	3 289,7	.	1 168,2	7 122,0	703,7	6 593,0	427,5	878,0	5 287,5
Okt.	16 513,5	4 207,3	3 310,4	.	1 176,8	7 101,3	717,6	6 665,7	479,2	912,9	5 273,7
Nov.	16 605,6	4 205,6	3 345,4	.	1 198,5	7 139,7	716,4	6 644,4	480,5	957,4	5 206,6
Wachstumsraten											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,8	7,2	-0,1	0,2
2014	-0,7	-7,8	0,4	.	5,0	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,1	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Juni	-0,2	-4,6	-1,6	.	4,8	2,1	2,7	0,9	2,7	1,6	0,6
Juli	-0,1	-4,7	-1,0	.	4,4	2,2	2,8	0,9	2,8	1,6	0,6
Aug.	0,1	-4,5	0,2	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Sept.	0,0	-3,6	-0,8	.	5,6	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Okt.	-0,3	-3,9	-1,6	.	6,3	1,3	3,2	0,9	2,8	1,4	0,6
Nov.	-0,1	-4,2	-0,6	.	7,2	1,5	1,0	0,9	2,8	1,0	0,7

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2014	101,8	97,8	96,8	91,9	98,5	100,0	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,2	.	.	.	110,4	90,0
2016 Q1	94,1	89,5	90,8	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
Q2	94,9	90,3	91,5	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
Q3	95,2	90,5	91,5	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
Q4	94,9	90,1	91,1	.	.	.	110,0	89,5
2016 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	90,6	91,6	-	-	-	110,9	90,3
Okt.	95,5	90,8	91,7	-	-	-	110,6	90,1
Nov.	95,0	90,1	91,2	-	-	-	110,3	89,6
Dez.	94,2	89,3	90,4	-	-	-	109,2	88,7
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2016 Dez.	-0,8	-0,9	-0,9	-	-	-	-1,0	-1,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2016 Dez.	1,8	1,2	1,2	-	-	-	1,1	0,4

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
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
Q4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 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
Okt.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Dez.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2016 Dez.	-1,2	0,3	0,0	-0,1	1,1	4,7	1,0	-2,8	0,1	-1,4	-0,1	-2,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2016 Dez.	4,0	-1,3	0,0	-0,3	-0,7	-7,5	3,4	16,3	0,3	5,0	-0,7	-3,1

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 Q4	22 234,9	23 309,5	-1 074,5	9 813,6	8 082,4	7 175,8	10 301,2	-44,6	4 645,8	4 925,9	644,2	13 003,5
2016 Q1	22 100,4	23 177,4	-1 077,0	9 675,5	7 997,6	7 111,3	10 108,7	-21,8	4 660,0	5 071,1	675,3	13 236,7
Q2	22 655,4	23 592,2	-936,9	9 808,6	8 199,1	7 428,4	10 144,1	-54,0	4 750,5	5 249,0	721,8	13 379,8
Q3	22 850,8	23 717,5	-866,6	9 746,7	8 053,4	7 689,8	10 288,3	-49,2	4 736,5	5 375,8	727,0	13 362,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2016 Q3	214,2	222,3	-8,1	91,3	75,5	72,1	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Transaktionen												
2015 Q4	153,3	-3,1	156,4	227,7	207,2	111,6	-11,2	55,7	-246,3	-199,1	4,6	-
2016 Q1	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
Q2	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
Q3	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
2016 Juni	-56,1	-85,9	29,8	-56,1	-4,7	42,8	15,2	-10,3	-33,2	-96,4	0,7	-
Juli	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
Aug.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
Sept.	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
Okt.	244,2	253,3	-9,1	95,9	24,6	-12,0	-8,7	8,8	155,6	237,4	-4,1	-
Nov.	43,4	10,9	32,5	52,3	20,2	-22,4	16,0	2,4	8,8	-25,3	2,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2016 Nov.	1 028,2	694,0	334,2	427,4	142,5	389,9	-53,4	41,6	152,2	604,9	17,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2016 Nov.	9,6	6,5	3,1	4,0	1,3	3,7	-0,5	0,4	1,4	5,7	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⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2013	9 932,1	9 602,3	5 561,2	2 094,5	1 947,0	1 000,7	572,3	369,0	-0,4	329,9	4 370,2	4 040,3
2014	10 133,2	9 775,3	5 633,7	2 125,1	1 986,4	1 000,5	598,7	382,2	30,2	357,9	4 532,8	4 174,9
2015	10 455,8	9 981,2	5 744,1	2 163,9	2 063,1	1 018,5	631,8	407,6	10,1	474,6	4 831,6	4 357,1
2015 Q4	2 642,9	2 523,7	1 446,8	546,7	525,4	258,5	162,8	102,8	4,8	119,2	1 215,0	1 095,8
2016 Q1	2 659,3	2 533,0	1 454,2	551,2	526,1	259,7	163,0	102,1	1,5	126,3	1 199,4	1 073,1
Q2	2 671,6	2 547,1	1 461,1	554,1	533,5	260,4	164,3	107,4	-1,5	124,5	1 212,8	1 088,3
Q3	2 683,0	2 561,6	1 467,4	558,2	536,0	262,7	163,7	108,2	0,0	121,3	1 216,4	1 095,0
In % des BIP												
2015	100,0	95,5	54,9	20,7	19,7	9,7	6,0	3,9	0,1	4,5	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2015 Q4	0,5	0,8	0,4	0,6	1,3	1,3	3,0	-1,3	-	-	0,8	1,5
2016 Q1	0,5	0,4	0,7	0,6	0,4	1,0	0,1	-0,8	-	-	0,2	-0,1
Q2	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,4	1,0	5,5	-	-	1,2	1,2
Q3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,2	0,7	-1,1	0,7	-	-	0,1	0,2
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	-2,5	-3,5	-2,7	0,7	-	-	2,1	1,4
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,4	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,5	4,9
2015	2,0	1,8	1,8	1,4	3,2	1,3	4,6	5,6	-	-	6,5	6,4
2015 Q4	2,0	2,3	1,7	1,8	3,9	2,6	5,4	4,8	-	-	5,0	5,9
2016 Q1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,4	2,1	4,1	0,7	-	-	2,4	3,4
Q2	1,7	2,2	1,7	2,0	3,6	2,2	5,1	4,9	-	-	2,5	3,8
Q3	1,7	1,9	1,6	2,0	3,0	2,7	2,9	4,1	-	-	2,2	2,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2015 Q4	0,5	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,3	-	-
2016 Q1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
Q2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
Q3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,2	1,2	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,3	-	-
2015 Q4	2,0	2,2	1,0	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,2	-	-
2016 Q1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
Q2	1,7	2,1	0,9	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
Q3	1,7	1,8	0,9	0,4	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,1	-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 (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2013	8 926,8	155,4	1 740,0	460,5	1 671,6	409,6	445,7	1 035,2	945,2	1 747,8	315,8	1 005,4
2014	9 099,0	149,9	1 777,1	460,8	1 711,5	415,2	461,0	1 044,8	978,6	1 778,6	321,4	1 034,3
2015	9 383,5	150,5	1 883,4	465,9	1 766,3	428,2	460,0	1 062,9	1 022,5	1 816,7	327,1	1 072,3
2015 Q4	2 369,7	38,6	474,3	117,9	446,1	108,8	113,4	268,3	260,7	458,8	82,7	273,2
2016 Q1	2 386,0	36,3	478,7	119,9	449,3	109,5	113,9	269,8	262,2	462,3	84,1	273,3
Q2	2 394,9	36,1	477,3	120,4	451,6	110,3	113,2	271,7	265,5	464,7	84,3	276,7
Q3	2 404,7	36,1	479,1	121,1	453,2	110,7	113,0	272,7	266,8	467,5	84,4	278,2
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2015	100,0	1,6	20,1	5,0	18,8	4,6	4,9	11,3	10,9	19,4	3,5	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2015 Q4	0,4	1,2	0,2	1,0	0,5	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	0,5	1,5
2016 Q1	0,5	-0,6	0,2	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,7	0,5	0,9	0,1
Q2	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,4	0,2	1,0	0,2	0,1	0,5
Q3	0,3	-0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2013	-0,1	2,4	-0,7	-3,6	-0,9	1,9	0,4	1,4	0,3	0,2	-0,9	-1,2
2014	1,2	1,2	2,3	-1,1	1,3	3,3	-1,4	0,6	2,3	0,5	0,2	1,2
2015	1,9	-0,7	4,1	-0,2	2,1	2,8	-0,4	0,8	3,0	1,0	0,0	3,3
2015 Q4	1,8	0,7	3,8	1,0	1,7	2,0	-0,6	0,9	3,0	0,9	0,4	3,6
2016 Q1	1,5	-0,4	1,6	1,2	2,0	2,5	0,3	0,8	2,7	1,0	1,4	3,3
Q2	1,6	0,5	1,2	1,4	2,1	2,7	-0,1	1,0	3,2	1,2	1,8	2,4
Q3	1,6	0,0	0,9	2,4	2,2	2,4	0,8	0,8	2,8	1,3	1,7	2,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2015 Q4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2016 Q1	0,5	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	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2013	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-
2014	1,2	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2015 Q4	1,8	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q1	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q2	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
Q3	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Bauwerke	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 Q4	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 Q1	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
Q2	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
Q3	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 Q4	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 Q1	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
Q2	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
Q3	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 Q4	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 Q1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
Q2	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
Q3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2015)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,359	4,6	19,226	12,0	5,9	15,627	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,921	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,634	11,6	6,1	15,213	10,4	3,421	23,7	9,931	11,5	8,702	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,295	9,8	3,148	22,3	9,253	10,7	8,190	11,0	1,5
2015 Q4	161,147	4,5	16,907	10,5	5,4	13,840	9,4	3,068	21,9	8,936	10,3	7,972	10,7	1,6
2016 Q1	161,013	4,5	16,639	10,3	5,2	13,630	9,3	3,009	21,5	8,724	10,0	7,915	10,6	1,7
Q2	161,849	4,5	16,384	10,1	5,1	13,398	9,1	2,986	21,1	8,513	9,8	7,871	10,5	1,7
Q3	162,465	-	16,157	10,0	-	13,193	8,9	2,964	20,9	8,412	9,6	7,745	10,3	1,6
2016 Juni	-	-	16,344	10,1	-	13,364	9,0	2,980	21,0	8,498	9,7	7,846	10,5	-
Juli	-	-	16,220	10,0	-	13,249	8,9	2,971	20,9	8,438	9,7	7,782	10,4	-
Aug.	-	-	16,181	10,0	-	13,212	8,9	2,969	20,9	8,413	9,6	7,768	10,4	-
Sept.	-	-	16,069	9,9	-	13,117	8,8	2,952	20,8	8,386	9,6	7,684	10,2	-
Okt.	-	-	15,913	9,8	-	12,954	8,7	2,959	20,9	8,350	9,5	7,563	10,1	-
Nov.	-	-	15,898	9,8	-	12,890	8,7	3,007	21,2	8,355	9,5	7,543	10,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- 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 %													
2014	0,9	1,8	1,3	1,7	2,6	-5,3	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	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,2
2016 Q1	1,3	1,9	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,6	2,2	1,6	2,8	1,4	9,5
Q2	1,1	1,1	1,2	1,4	1,0	-1,0	-0,1	-2,2	1,7	0,6	2,7	2,2	8,5
Q3	1,1	1,3	1,5	1,0	1,3	-0,6	3,0	0,1	1,3	1,2	1,4	2,2	6,5
Q4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0
2016 Juli	-0,3	0,2	0,7	-1,2	1,9	-4,7	3,9	-3,3	1,9	1,4	2,3	2,9	5,8
Aug.	2,4	2,6	2,7	3,5	0,6	1,9	1,9	2,1	1,2	0,5	1,8	1,6	3,9
Sept.	1,4	1,4	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,7	1,0	1,8	0,1	2,1	9,4
Okt.	0,8	0,5	1,0	1,3	-0,8	2,3	1,8	2,6	3,0	2,3	3,9	1,2	4,2
Nov.	3,2	2,7	2,5	3,1	3,1	5,9	0,0	-	2,3	1,8	2,9	1,9	4,5
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2016 Juli	-0,6	-0,7	-0,3	-1,9	0,4	0,7	1,3	-1,5	0,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3
Aug.	1,9	2,1	1,8	4,2	0,0	3,4	0,1	2,5	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,3
Sept.	-0,8	-1,0	-0,6	-2,0	-0,8	0,1	-0,8	-1,1	-0,3	0,5	-1,1	0,2	4,3
Okt.	0,1	-0,1	-0,2	1,2	-1,0	1,1	0,4	2,2	1,4	0,2	2,8	-1,3	-4,0
Nov.	1,5	1,5	1,6	0,1	2,5	1,2	0,4	-	-0,4	-0,4	-0,9	1,0	2,4
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,5

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
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
2016	104,9	-2,6	.	-7,7	-16,6	1,4	11,2	.	52,5	53,6	53,1	53,3
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	82,0	-8,2	-15,9	0,3	10,4	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,5	.	-6,4	-13,0	1,7	12,4	.	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 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	-1,8	-	-8,2	-15,6	0,4	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6
Okt.	106,4	-0,6	82,3	-8,0	-14,2	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Nov.	106,6	-1,1	-	-6,2	-12,8	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
Dez.	107,8	0,1	-	-5,1	-12,0	3,2	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4

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	95,5	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,5	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,8	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,3	3,8	2,5	2,1
2015 Q4	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,3	3,8	4,6	2,1
2016 Q1	12,4	93,6	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
Q2	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,3	3,9	4,5	2,2
Q3	.	.	1,7	2,2	5,3	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

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	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 Q4	899,1	824,8	74,3	524,3	434,4	195,2	182,2	153,6	149,8	26,1	58,4	18,4	9,4
2016 Q1	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
Q2	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
Q3	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
2016 Juni	295,5	265,5	30,0	174,1	141,1	63,5	59,0	49,7	47,3	8,2	18,2	2,6	2,5
Juli	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
Aug.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
Sept.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
Okt.	296,8	268,6	28,3	174,8	148,9	66,3	57,4	48,4	42,0	7,4	20,3	3,1	2,0
Nov.	310,5	274,4	36,1	182,7	151,8	65,3	60,6	54,9	42,7	7,6	19,3	3,7	2,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2016 Nov.	3 565,8	3 207,7	358,1	2 089,6	1 719,3	778,2	709,9	598,6	551,5	99,4	227,0	38,2	33,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2016 Nov.	33,5	30,1	3,4	19,6	16,1	7,3	6,7	5,6	5,2	0,9	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		
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 Q4	3,4	2,8	507,9	236,4	105,8	153,4	426,9	444,5	248,1	73,5	114,8	325,9	45,1
2016 Q1	-0,9	-2,5	502,6	233,3	104,3	151,2	422,2	438,6	241,0	72,3	116,8	326,8	37,4
Q2	-0,1	-4,0	502,3	230,9	106,0	153,3	432,3	430,9	236,3	71,5	115,0	324,7	42,3
Q3	-0,3	-2,4	505,9	235,6	102,4	153,6	426,1	439,4	242,1	70,8	116,1	325,4	43,6
2016 Juni	-1,6	-4,6	167,6	77,2	35,0	51,6	145,5	144,5	79,5	24,2	38,1	109,0	14,6
Juli	-9,5	-8,3	166,1	77,3	33,4	50,4	134,7	146,1	80,5	23,3	38,7	104,3	15,0
Aug.	8,4	3,8	170,2	78,8	34,8	52,0	146,6	147,4	81,0	24,0	39,1	111,8	14,3
Sept.	2,2	-2,0	169,5	79,5	34,2	51,3	144,8	145,8	80,5	23,5	38,3	109,3	14,3
Okt.	-4,5	-3,2	169,3	78,6	34,5	51,2	136,5	149,4	82,2	24,8	39,1	106,5	15,6
Nov.	6,0	4,9	174,8	.	.	.	147,2	152,1	.	.	.	110,8	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2015 Q4	0,8	5,7	118,1	115,0	119,3	122,4	117,6	107,8	108,1	107,7	108,1	110,6	103,4
2016 Q1	-0,8	2,5	118,4	116,0	117,6	121,8	117,1	110,0	110,9	106,8	110,0	111,4	110,8
Q2	2,2	4,2	118,1	114,0	119,6	123,8	119,9	107,5	106,7	105,4	110,4	112,2	101,2
Q3	0,4	0,8	118,1	115,4	114,5	123,6	117,5	108,0	107,2	104,4	110,2	111,4	99,9
2016 Mai	5,1	7,5	117,3	113,1	118,6	122,8	117,5	107,0	106,6	103,0	110,8	110,6	102,0
Juni	-0,1	2,2	117,4	113,3	117,9	124,3	120,6	107,2	106,3	105,8	110,1	113,0	96,5
Juli	-8,5	-4,0	116,6	113,6	112,9	121,7	111,7	108,2	107,3	103,8	110,4	107,5	102,4
Aug.	9,1	7,0	118,9	115,7	116,0	124,9	120,8	108,8	107,9	106,3	111,3	114,5	99,4
Sept.	2,5	0,1	118,8	116,9	114,7	124,2	120,1	107,1	106,4	103,1	108,9	112,1	98,1
Okt.	-4,8	-2,8	118,1	114,5	115,3	123,9	113,0	108,5	107,0	108,2	111,0	108,5	100,3

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	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
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
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
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2016 Q1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,9	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
Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,2	0,8	0,3
2016 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
Okt.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,6	0,3
Dez.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,3	1,2	0,4

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (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
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
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	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
Q4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 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
Okt.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
Nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
Dez.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2

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						Zusammen					Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungs- mittel
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zusammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter								
							Zusammen	Ohne Nahrungs- 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	0,2	-1,6	0,3	-1,8	-1,0		
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3		
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5		
2015 Q4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-1,9	0,6	-0,2	-0,3	0,3	-9,4	-0,1	2,2	5,9		
2016 Q1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8		
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	3,5		
Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,5	.		
2016 Juni	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,5	-0,4	-0,5	0,0	-8,7	-	-	-		
Juli	102,0	-2,6	-2,0	-0,9	-2,2	0,5	-0,1	-0,3	0,1	-7,5	-	-	-		
Aug.	101,8	-1,9	-1,3	-0,6	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-		
Sept.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-		
Okt.	102,7	-0,4	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,5	-	-	-		
Nov.	103,0	0,1	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,2	-0,5	-	-	-		

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- bereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾			
			Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates				Brutto- anlage- investitionen	Insgesamt	Nahrungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel	Insgesamt	Nahrungs- mittel	Ohne Nahrungs- 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	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,5
2015	105,7	1,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,8
2016 Q1	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,8	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,4	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
Q2	106,6	1,0	0,3	0,1	0,8	0,8	-2,4	-4,1	40,8	-8,9	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
Q3	106,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,6	-2,4	41,0	-0,5	-2,0	1,4	-5,8	-10,5	1,3
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	46,5	9,0	1,0	18,6	3,2	-6,8	18,5
2016 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	40,7	-2,9	-4,8	-0,7	-7,8	-12,3	-0,9
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	0,5	-1,7	3,2	-4,9	-10,3	3,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,4	7,1	-2,9	-10,4	8,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,4	-0,2	19,0	2,4	-8,2	18,7
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,6	3,7	30,3	10,5	-1,6	28,8

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und Bloomberg (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
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
2016	-0,4	1,7	4,5	-7,5	-0,6	49,8	53,9	49,3	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	4,5	-6,7	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
Q4	4,4	3,2	4,9	-5,8	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 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	4,5	-7,6	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0
Okt.	3,5	2,6	4,5	-5,1	0,1	53,9	54,3	50,8	49,7
Nov.	4,9	2,8	5,3	-6,1	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Dez.	4,9	4,1	4,9	-6,3	2,9	63,2	56,0	52,5	51,4

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

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	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3
2015	104,8	0,3	1,5	-2,2	1,1	0,5	0,8	0,3	2,6	1,7	1,1	2,2
2015 Q4	105,3	0,5	0,4	-2,0	-0,2	1,5	1,7	0,4	2,6	1,8	1,3	2,3
2016 Q1	105,4	1,0	1,2	0,5	0,1	0,9	1,1	1,2	4,0	2,1	1,3	2,0
Q2	105,6	0,8	1,6	0,4	-0,2	1,0	0,4	1,1	2,2	1,0	1,2	0,8
Q3	105,9	0,8	1,5	1,1	-0,7	0,6	0,4	0,7	2,9	0,8	1,1	1,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 Q4	108,5	1,3	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,4	3,4	1,6	1,2	1,1
2016 Q1	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,2	1,2	1,9	3,7	1,5	1,3	1,5
Q2	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,2	1,1	1,4	3,0	1,2	1,2	0,9
Q3	109,4	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	0,9	1,8	2,3	0,9	1,5	1,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,7	0,6	0,6	2,7	-0,6	-0,2	0,2	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,0	-0,3	0,9	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,1
2015 Q4	103,1	0,8	1,7	3,5	1,0	0,2	0,2	0,0	0,7	-0,2	-0,1	-1,2
2016 Q1	103,3	0,3	0,5	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	-0,2	-0,6	0,0	-0,5
Q2	103,2	0,3	0,8	0,6	1,6	0,2	0,6	0,3	0,7	0,2	0,0	0,1
Q3	103,4	0,4	-0,3	0,3	2,4	0,5	0,6	1,1	-0,6	0,2	0,3	0,5
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 Q4	110,2	1,3	1,5	1,6	0,5	2,0	1,3	0,2	3,4	1,3	1,3	1,2
2016 Q1	110,5	1,1	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
Q2	110,5	1,1	1,9	0,7	1,4	1,3	0,6	0,9	2,7	0,8	1,5	0,8
Q3	111,1	1,4	1,2	1,4	2,0	1,1	0,9	1,7	3,5	1,0	1,7	2,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,9	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,3	0,3	0,9	2,7	-0,5	0,0	0,1	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,9	3,6	-0,8	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0
2015 Q4	105,0	0,8	0,6	3,7	0,3	0,5	-0,2	-0,3	1,5	-0,2	-0,1	-1,2
2016 Q1	105,2	0,2	-1,1	0,7	0,8	0,3	-0,5	0,3	-0,1	-1,2	0,1	0,3
Q2	105,0	0,1	0,0	0,2	1,4	0,1	0,2	-0,5	0,6	-0,4	0,2	-0,1
Q3	105,4	0,6	-0,5	0,3	2,5	0,5	0,7	1,0	0,7	0,6	0,6	1,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2			11	12	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte		Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	7	8	9	10				
	Bestände											
2013	909,8	4 473,4	5 383,3	1 681,2	2 143,2	3 824,4	9 207,7	122,4	416,8	86,8	626,0	9 833,7
2014	969,5	4 977,5	5 947,0	1 581,0	2 149,8	3 730,8	9 677,8	121,5	422,2	107,0	650,7	10 328,4
2015	1 036,5	5 577,9	6 614,4	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 215,5	74,6	478,8	73,6	627,1	10 842,5
2015 Q4	1 036,5	5 577,9	6 614,4	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 215,5	74,6	478,8	73,6	627,1	10 842,5
2016 Q1	1 049,6	5 712,6	6 762,2	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 348,0	85,3	465,6	94,9	645,8	10 993,8
Q2	1 054,6	5 820,2	6 874,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 457,6	84,2	481,7	94,8	660,8	11 118,4
Q3	1 066,6	5 938,9	7 005,5	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 573,3	80,5	495,1	93,8	669,4	11 242,7
2016 Juni	1 054,6	5 820,2	6 874,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 457,6	84,2	481,7	94,8	660,8	11 118,4
Juli	1 058,2	5 876,2	6 934,4	1 404,8	2 172,8	3 577,6	10 512,1	82,4	485,2	97,6	665,2	11 177,2
Aug.	1 061,5	5 919,6	6 981,1	1 393,0	2 173,9	3 566,9	10 548,0	82,3	479,8	98,8	661,0	11 209,0
Sept.	1 066,6	5 938,9	7 005,5	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 573,3	80,5	495,1	93,8	669,4	11 242,7
Okt.	1 072,4	5 976,6	7 049,0	1 357,7	2 175,0	3 532,8	10 581,8	74,5	501,5	91,1	667,1	11 248,9
Nov. ^(p)	1 075,2	6 081,3	7 156,5	1 347,9	2 172,0	3 519,9	10 676,4	72,6	506,4	94,0	673,0	11 349,4
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2013	45,7	245,1	290,7	-115,7	45,8	-69,9	220,8	-11,1	-48,8	-63,5	-123,5	97,3
2014	59,0	378,5	437,5	-91,8	3,7	-88,1	349,4	3,6	10,4	13,3	27,3	376,7
2015	65,9	567,2	633,1	-135,4	12,2	-123,2	510,0	-47,9	51,1	-26,3	-23,1	486,9
2015 Q4	8,1	134,5	142,5	-5,3	-0,9	-6,2	136,3	-18,0	21,3	-4,7	-1,3	135,0
2016 Q1	13,3	145,2	158,4	-14,0	3,1	-10,9	147,6	11,2	-13,4	19,2	17,1	164,6
Q2	5,0	102,6	107,6	-12,7	7,2	-5,5	102,1	-1,4	15,5	-1,4	12,7	114,8
Q3	12,0	121,3	133,3	-15,7	2,3	-13,4	119,9	-3,7	13,8	-2,4	7,8	127,7
2016 Juni	3,5	30,3	33,8	6,0	1,3	7,3	41,2	-3,4	6,1	5,6	8,3	49,5
Juli	3,6	56,8	60,5	-4,4	0,9	-3,5	57,0	-1,8	4,0	2,3	4,5	61,5
Aug.	3,3	44,0	47,3	-11,8	1,0	-10,8	36,5	-0,1	-5,5	1,0	-4,5	32,0
Sept.	5,0	20,5	25,5	0,6	0,3	0,9	26,4	-1,8	15,3	-5,7	7,8	34,2
Okt.	5,9	30,1	36,0	-29,5	0,7	-28,8	7,2	-6,1	6,4	-4,1	-3,8	3,4
Nov. ^(p)	2,7	97,8	100,5	-12,0	-1,2	-13,2	87,3	-2,1	4,9	3,7	6,5	93,8
	Wachstumsraten											
2013	5,3	5,8	5,7	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-8,9	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,5	8,4	8,1	-5,5	0,2	-2,3	3,8	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-39,1	11,9	-25,3	-3,5	4,7
2015 Q4	6,8	11,3	10,6	-8,6	0,6	-3,3	5,3	-39,1	11,9	-25,3	-3,5	4,7
2016 Q1	6,0	11,1	10,2	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
Q2	4,0	9,7	8,8	-4,2	0,6	-1,3	5,1	1,2	9,1	-3,0	6,0	5,1
Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,1	13,7	5,7	5,1
2016 Juni	4,0	9,7	8,8	-4,2	0,6	-1,3	5,1	1,2	9,1	-3,0	6,0	5,1
Juli	3,7	9,6	8,6	-3,9	0,5	-1,2	5,1	-6,8	6,8	17,1	6,2	5,1
Aug.	3,6	9,6	8,7	-4,1	0,5	-1,3	5,1	-7,9	4,7	19,0	4,7	5,1
Sept.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,1	13,7	5,7	5,1
Okt.	4,0	8,7	8,0	-5,0	0,6	-1,7	4,6	-27,1	6,3	13,2	1,8	4,4
Nov. ^(p)	3,8	9,6	8,7	-5,8	0,6	-2,0	4,9	-15,7	4,9	6,8	2,4	4,8

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungs- gesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Bestände													
2013	1 713,6	1 188,9	398,1	109,8	16,8	5 414,7	2 539,0	876,5	1 994,6	4,6	796,9	194,6	300,5
2014	1 845,1	1 349,1	365,1	111,6	19,4	5 557,7	2 749,5	812,1	1 993,2	2,8	871,9	222,2	332,9
2015	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	981,7	225,8	364,7
2015 Q4	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	981,7	225,8	364,7
2016 Q1	1 984,8	1 536,6	322,7	116,0	9,4	5 829,7	3 137,1	693,6	1 996,3	2,7	974,4	218,9	375,9
Q2	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	976,9	210,7	379,9
Q3	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	967,6	206,2	386,3
2016 Juni	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	976,9	210,7	379,9
Juli	2 029,9	1 591,1	313,9	116,5	8,4	5 932,8	3 245,2	684,0	2 000,7	2,9	973,2	214,6	385,7
Aug.	2 032,2	1 596,3	310,1	117,0	8,7	5 960,7	3 277,2	677,6	2 003,2	2,8	976,4	213,4	386,0
Sept.	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	967,6	206,2	386,3
Okt.	2 037,3	1 604,6	307,5	118,1	7,0	6 001,8	3 337,8	656,6	2 004,6	2,8	945,1	206,5	393,2
Nov. ^(p)	2 065,5	1 634,2	305,5	117,1	8,7	6 029,7	3 375,1	649,2	2 002,9	2,5	989,7	206,6	382,3
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2013	100,5	91,5	-6,3	9,0	6,3	107,8	181,1	-99,2	32,0	-6,1	-22,0	-13,9	-8,4
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	56,3	7,3	21,0
2015	81,7	121,6	-33,5	4,9	-11,2	193,5	303,1	-109,9	0,8	-0,4	90,7	-0,1	30,3
2015 Q4	18,7	21,4	-1,8	0,7	-1,6	60,0	74,4	-12,0	-1,6	-0,7	19,2	6,6	5,8
2016 Q1	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	-2,2	-6,5	12,1
Q2	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,4	76,2	-5,1	4,0	0,4	-2,2	-8,5	3,7
Q3	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,9	87,9	-16,6	3,1	-0,5	-6,4	-4,2	6,2
2016 Juni	6,3	9,6	-4,4	0,7	0,4	29,4	29,7	-1,8	1,9	-0,5	2,2	-4,0	0,5
Juli	16,7	17,3	0,0	-0,6	0,0	26,9	31,0	-4,7	0,6	-0,1	-1,8	4,0	5,8
Aug.	2,4	5,4	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	3,6	-1,2	0,2
Sept.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,9	24,7	-5,5	-0,1	-0,2	-8,2	-7,0	0,2
Okt.	-9,4	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	21,3	31,5	-11,7	1,4	0,2	-24,4	0,2	7,5
Nov. ^(p)	24,4	26,6	-2,9	-1,1	1,7	28,4	36,3	-7,8	0,2	-0,3	40,8	-0,2	-11,0
Wachstumsraten													
2013	6,2	8,3	-1,6	8,9	58,6	2,0	7,7	-10,2	1,6	-57,3	-2,7	-6,7	-2,7
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,9	3,9	7,0
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2015 Q4	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	10,2	0,0	9,1
2016 Q1	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
Q2	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,1	-8,5	10,3
Q3	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
2016 Juni	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,1	-8,5	10,3
Juli	7,2	10,2	-3,1	2,5	-29,8	4,9	10,4	-4,9	0,3	-10,6	3,2	-7,4	10,9
Aug.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,7	-6,2	8,9
Sept.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
Okt.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,1	10,8	-6,1	0,6	-20,0	-1,5	-9,4	7,8
Nov. ^(p)	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-2,6	5,3	11,2	-6,5	0,7	-32,9	1,1	-7,9	2,9

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungs-gesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2013	3 410,3	1 098,8	2 311,5	12 708,2	10 544,5	10 973,3	4 353,0	5 222,9	869,8	98,8	1 367,2	796,5
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,2	10 453,9	10 726,1	4 299,6	5 200,7	824,6	129,0	1 280,0	770,3
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,4
2015 Q4	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,4
2016 Q1	4 053,6	1 115,9	2 924,6	12 629,6	10 561,2	10 824,5	4 288,8	5 338,9	824,8	108,8	1 312,2	756,2
Q2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 663,7	10 565,8	10 870,1	4 296,7	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4
Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 768,1	10 622,5	10 926,5	4 288,5	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
2016 Juni	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 663,7	10 565,8	10 870,1	4 296,7	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4
Juli	4 247,1	1 109,2	3 124,6	12 710,6	10 592,0	10 892,4	4 299,8	5 355,5	826,3	110,4	1 359,4	759,1
Aug.	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 743,2	10 601,0	10 907,2	4 295,1	5 366,0	829,4	110,5	1 364,5	777,7
Sept.	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 768,1	10 622,5	10 926,5	4 288,5	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5
Okt.	4 290,1	1 099,7	3 177,0	12 809,9	10 655,6	10 956,0	4 301,8	5 388,4	850,8	114,5	1 373,6	780,8
Nov. ^(p)	4 320,4	1 092,3	3 214,7	12 846,9	10 698,9	10 981,9	4 322,0	5 407,4	853,4	116,1	1 375,2	772,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2013	-24,5	-73,5	48,9	-306,8	-248,0	-271,8	-132,8	-3,6	-121,3	9,7	-72,5	13,8
2014	73,8	16,4	57,4	-102,2	-47,4	-33,6	-61,3	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0
2015	284,9	-21,1	305,7	86,0	57,3	72,5	-13,8	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5
2015 Q4	81,1	-14,0	95,0	14,2	26,9	36,0	1,7	24,3	-0,4	1,4	-16,5	3,7
2016 Q1	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0
Q2	116,4	-8,9	125,2	54,3	21,8	64,3	19,2	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,4
Q3	69,2	-7,3	76,3	112,6	69,6	71,5	5,8	33,8	24,9	5,2	20,9	22,1
2016 Juni	34,1	-14,0	48,0	6,7	-6,6	36,2	-1,3	5,2	-3,6	-6,9	14,7	-1,4
Juli	48,0	-3,2	51,0	53,0	35,8	31,3	11,3	7,6	10,4	6,5	15,1	2,1
Aug.	9,0	-1,5	10,5	35,5	13,2	18,0	-4,1	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7
Sept.	12,2	-2,6	14,8	24,1	20,6	22,1	-1,4	14,7	8,8	-1,4	1,2	2,3
Okt.	37,8	-5,5	43,2	44,0	33,2	29,5	15,6	7,3	4,7	5,5	8,2	2,6
Nov. ^(p)	45,6	-7,4	53,0	32,0	38,3	21,7	18,3	19,1	-0,6	1,5	1,1	-7,4
Wachstumsraten												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,4	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,0	1,8
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2015 Q4	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4
2016 Q1	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,8	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3
Q2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-3,0
Q3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
2016 Juni	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-3,0
Juli	12,2	-2,7	18,6	1,4	1,4	1,9	1,3	2,0	1,5	-16,1	4,5	-3,6
Aug.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,4	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5
Sept.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8
Okt.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,5	0,4
Nov. ^(p)	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,0	-6,6	7,1	-0,8

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Bereinigte Kredite ⁴⁾				6	7			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2013	4 353,0	4 450,6	1 065,6	741,0	2 546,4	5 222,9	5 547,7	573,8	3 853,3	795,8
2014	4 299,6	4 253,9	1 109,8	720,7	2 469,1	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 274,5	4 257,7	1 038,4	758,5	2 477,6	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2015 Q4	4 274,5	4 257,7	1 038,4	758,5	2 477,6	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016 Q1	4 288,8	4 261,6	1 048,5	768,6	2 471,6	5 338,9	5 659,1	602,6	3 974,9	761,4
Q2	4 296,7	4 278,2	1 040,0	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Q3	4 288,5	4 278,7	1 008,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,3	752,6
2016 Juni	4 296,7	4 278,2	1 040,0	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Juli	4 299,8	4 277,5	1 029,0	780,3	2 490,5	5 355,5	5 692,2	604,7	3 994,6	756,1
Aug.	4 295,1	4 279,1	1 022,0	782,4	2 490,8	5 366,0	5 700,1	607,8	4 003,4	754,7
Sept.	4 288,5	4 278,7	1 008,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,3	752,6
Okt.	4 301,8	4 287,5	1 022,0	787,2	2 492,7	5 388,4	5 712,6	612,8	4 019,5	756,1
Nov. ^(p)	4 322,0	4 299,5	1 032,6	794,5	2 494,9	5 407,4	5 723,4	615,0	4 037,0	755,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-132,8	-145,3	-44,3	-44,6	-43,9	-3,6	-16,9	-18,2	27,7	-13,2
2014	-61,3	-68,6	-14,2	2,3	-49,4	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	20,4	-64,3	32,4	18,2	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2015 Q4	1,7	19,8	-22,7	13,1	11,3	24,3	19,8	5,5	20,9	-2,1
2016 Q1	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
Q2	19,2	28,1	-4,5	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,4	-0,6
Q3	5,8	10,0	-23,9	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,9
2016 Juni	-1,3	11,6	-5,4	4,6	-0,5	5,2	13,0	2,7	1,4	1,2
Juli	11,3	7,0	-5,9	6,9	10,3	7,6	9,1	0,5	8,4	-1,3
Aug.	-4,1	1,2	-6,1	2,2	-0,2	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
Sept.	-1,4	1,8	-11,9	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Okt.	15,6	11,1	13,3	0,5	1,8	7,3	9,8	4,4	4,4	-1,5
Nov. ^(p)	18,3	11,1	9,4	6,6	2,3	19,1	10,9	2,3	17,2	-0,4
Wachstumsraten										
2013	-2,9	-3,1	-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	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2015 Q4	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016 Q1	0,8	1,2	-2,1	5,2	0,8	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Q2	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Q3	1,5	2,0	-3,0	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
2016 Juni	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Juli	1,3	2,0	-2,8	6,2	1,7	2,0	1,8	3,3	2,2	-0,5
Aug.	1,2	2,0	-4,0	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Sept.	1,5	2,0	-3,0	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Okt.	1,7	2,1	-1,2	5,6	1,7	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,0
Nov. ^(p)	1,8	2,2	-1,6	6,5	1,9	2,1	1,9	3,7	2,6	-1,3

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Bereinigt um 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		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2013	264,6	7 312,7	2 374,8	91,6	2 507,4	2 338,9	1 146,3	146,2	183,8	121,9
2014	269,4	7 127,9	2 186,6	92,2	2 388,2	2 461,0	1 381,0	225,0	184,5	139,7
2015	285,0	6 997,0	2 119,7	79,8	2 254,2	2 543,2	1 331,6	289,3	205,9	135,6
2015 Q4	285,0	6 997,0	2 119,7	79,8	2 254,2	2 543,2	1 331,6	289,3	205,9	135,6
2016 Q1	314,6	6 962,8	2 113,6	76,9	2 179,8	2 592,6	1 282,1	306,0	247,1	152,1
Q2	319,2	7 006,8	2 094,1	74,6	2 176,1	2 662,1	1 275,4	313,6	238,0	144,0
Q3	309,7	6 961,1	2 068,5	72,4	2 125,4	2 694,8	1 170,0	303,2	209,2	129,1
2016 Juni	319,2	7 006,8	2 094,1	74,6	2 176,1	2 662,1	1 275,4	313,6	238,0	144,0
Juli	326,3	6 985,9	2 084,7	73,9	2 152,1	2 675,2	1 221,9	309,8	212,9	128,2
Aug.	318,7	6 967,8	2 077,7	73,2	2 142,4	2 674,5	1 181,7	314,6	215,4	134,6
Sept.	309,7	6 961,1	2 068,5	72,4	2 125,4	2 694,8	1 170,0	303,2	209,2	129,1
Okt.	324,1	6 952,4	2 071,1	72,4	2 123,8	2 685,0	1 112,2	313,2	192,8	133,7
Nov. ^(p)	295,2	6 943,5	2 070,7	71,9	2 136,5	2 664,4	1 083,1	337,6	194,5	121,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-43,7	-81,6	-18,4	-14,3	-137,5	88,6	362,3	-59,0	32,2	43,7
2014	-4,0	-165,8	-120,8	2,0	-154,5	107,6	237,7	-2,3	0,7	17,8
2015	9,5	-222,4	-106,2	-13,5	-209,3	106,6	-98,6	1,7	21,4	-4,0
2015 Q4	-8,8	-56,6	-41,1	-3,6	-41,8	29,8	-37,2	11,5	-9,6	-7,2
2016 Q1	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-75,1	23,2	41,3	17,3
Q2	4,2	-13,2	-22,3	-1,8	-15,9	26,9	-71,6	6,8	-9,2	-8,1
Q3	-9,6	-53,9	-25,8	-2,1	-41,5	15,6	-101,4	-16,2	-19,2	-13,7
2016 Juni	22,0	-16,1	-17,6	-0,6	-8,1	10,2	-20,1	34,7	11,1	5,4
Juli	7,1	-24,8	-9,3	-0,7	-18,5	3,7	-56,1	-1,1	-25,1	-15,8
Aug.	-7,7	-7,6	-7,1	-0,7	-7,2	7,4	-32,6	4,8	2,5	6,4
Sept.	-9,0	-21,5	-9,4	-0,7	-15,8	4,4	-12,7	-20,0	3,4	-4,3
Okt.	13,4	3,3	1,2	-0,8	-8,6	11,5	-61,4	-0,4	-13,2	4,7
Nov. ^(p)	-28,9	-2,7	-2,6	-0,5	-5,3	5,7	-9,4	-6,0	1,7	-12,4
Wachstumsraten										
2013	-14,2	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,7	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2015 Q4	3,7	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016 Q1	11,1	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,7	-5,9
Q2	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,5	-2,9
Q3	5,3	-2,5	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
2016 Juni	20,2	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,5	-2,9
Juli	29,3	-2,6	-3,8	-13,0	-6,9	2,7	-	-	1,8	-10,6
Aug.	15,5	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
Sept.	5,3	-2,5	-4,3	-12,4	-6,4	2,6	-	-	1,5	-8,2
Okt.	-7,1	-2,1	-3,3	-12,0	-6,0	2,8	-	-	4,4	-6,3
Nov. ^(p)	-0,3	-1,9	-2,6	-10,9	-5,9	2,4	-	-	-5,0	-15,6

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	-3,6	-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	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 Q3	-2,1	.	.	.	.	0,3
Q4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 Q1	-1,9	.	.	.	.	0,4
Q2	-1,8	.	.	.	.	0,5

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen					Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben					
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Insgesamt		Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben							
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge		2	3	4	5	6		7	8	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	11	12	13
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5					
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1					
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0					
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9					
2015 Q3	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,6	44,9	10,2	5,2	2,5	23,0	3,8					
Q4	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9					
2016 Q1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,8					
Q2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,3	0,5	48,1	44,2	10,0	5,2	2,3	22,9	3,8					

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Gebietsansässige	Gebietsfremde	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	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 Q3	91,5	2,7	16,3	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Q1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	91,2	2,7	16,0	72,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6	
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5	
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3	
2015 Q3	-0,9	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	1,6	
Q4	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2	
2016 Q1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	
Q2	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0	

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	13,8	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 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
Q2	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
2016 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.	15,0	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	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Okt.	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Nov.	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Dez.	14,5	12,7	4,6	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	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 Q3	-2,9	0,8	0,6	-1,7	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
Q4	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 Q1	-2,7	0,8	0,7	-1,5	-6,1	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
Q2	-2,9	0,8	0,8	-1,5	-5,0	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
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 Q3	109,0	72,0	10,1	85,6	171,8	99,7	97,0	134,0	110,2	
Q4	106,0	71,2	10,1	78,6	177,1	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 Q1	109,2	70,9	9,9	80,5	176,1	100,6	97,5	135,0	109,3	
Q2	109,7	70,1	9,7	77,8	179,2	100,5	98,2	135,5	109,0	
	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 Q3	-2,2	0,0	1,6	-1,7	-2,1	-2,5	-3,2	-4,4	-2,6	-2,9
Q4	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 Q1	-0,9	-0,1	1,7	-0,2	-1,6	-0,8	-3,7	-2,5	-2,6	-2,3
Q2	-0,6	0,4	1,6	0,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,6	-2,4	-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 Q3	36,4	38,2	22,1	66,1	66,2	86,4	130,4	84,3	53,9	61,4
Q4	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 Q1	36,3	40,0	22,4	65,4	64,8	86,5	128,9	83,5	52,2	64,2
Q2	38,9	40,1	22,0	64,8	63,7	86,7	131,7	82,3	53,3	61,6

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2017

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 7. Dezember 2016.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-17-001-DE-N (Online-Version)