



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2016



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	10
3 Konjunkturentwicklung	12
4 Preise und Kosten	15
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	17

Kästen

1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex – Ostereffekt und verbesserte Saisonbereinigung	21
2 Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet	26
3 Die zweite Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte	30
4 Umschwung bei den grenzüberschreitenden Kapitalströmen im Wertpapierverkehr des Euro-Währungsgebiets	36

Aufsätze

1 Die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern und ihre Folgen für die Weltwirtschaft	39
2 Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet	58

Statistik	S1
------------------	----

Abkürzungen

Länder

		LU	Luxemburg
BE	Belgien	HU	Ungarn
BG	Bulgarien	MT	Malta
CZ	Tschechische Republik	NL	Niederlande
DK	Dänemark	AT	Österreich
DE	Deutschland	PL	Polen
EE	Estland	PT	Portugal
IE	Irland	RO	Rumänien
GR	Griechenland	SI	Slowenien
ES	Spanien	SK	Slowakei
FR	Frankreich	FI	Finnland
HR	Kroatien	SE	Schweden
IT	Italien	UK	Vereinigtes Königreich
CY	Zypern	JP	Japan
LV	Lettland	US	Vereinigte Staaten
LT	Litauen	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 Anfang 2016 verzeichneten Finanzmarkturbulenzen haben nachgelassen und die weltweite Konjunktur lässt Anzeichen einer Stabilisierung erkennen. Der Welthandel erwies sich zu Jahresbeginn als robust, wenngleich sein Wachstum moderat bleiben dürfte. Die Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung auf globaler Ebene – und hier vor allem in den Schwellenländern – sind weiterhin mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich insbesondere aus politischen Unwägbarkeiten, Finanzmarkturbulenzen und geopolitischen Risiken ergeben. Die Gesamtinflationen blieben weltweit auf einem niedrigen Niveau, da der Preisauftrieb nach wie vor durch den früheren Rückgang der Energiepreise gebremst wird.

Die Staatsanleiherenditen sind im Euro-Währungsgebiet wie in den Vereinigten Staaten gesunken. Mit der Stabilisierung der Marktvolatilität und im Gefolge der Bekanntgabe des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors haben sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen deutlich verringert. Von der niedrigeren Volatilität ging weltweit eine zusätzliche Stützung der Aktienkurse aus. Zugleich wertete der Euro in effektiver Rechnung auf.

Die Konjunkturerholung im Eurogebiet hält an. Haupttriebfeder ist die Binnennachfrage, während die Auslandsnachfrage weiterhin von einer Wachstumsschwäche geprägt ist. Die Binnennachfrage wird nach wie vor durch die geldpolitischen Maßnahmen unterstützt. Deren günstiger Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen wirkt sich zusammen mit einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen positiv auf die Investitionstätigkeit aus. Darüber hinaus dürften der akkommodierende geldpolitische Kurs, der anhaltende Beschäftigungszuwachs infolge vorangegangener Strukturreformen und der nach wie vor relativ niedrige Ölpreis weiterhin das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben stützen. Ferner ist im Euroraum eine leicht expansive Ausrichtung der Finanzpolitik zu beobachten. Allerdings wird die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet noch immer durch die in einer Reihe von Sektoren anhaltenden Bilanzanpassungen, das unzureichende Tempo einiger Länder bei der Umsetzung von Strukturreformen sowie die gedämpften Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften gebremst. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken.

Die Gesamtinflationen für das Euro-Währungsgebiet bewegte sich in den letzten Monaten weiter um den Wert null. Ihr niedriges Niveau spiegelt abermals vor allem den Einfluss der deutlich negativen Jahresänderungsraten der Energiepreise wider. Auch die meisten Messgrößen der Kerninflation lassen keinen merklichen Aufwärtstrend erkennen. Der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb ist weiterhin verhalten. Die marktbasierenden Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen

haben sich auf einem niedrigen Niveau deutlich unterhalb der entsprechenden umfragebasierten Messgrößen eingependelt. Auf Grundlage der aktuellen Terminpreise für Energie dürfte die Teuerungsrate in den kommenden Monaten im negativen Bereich liegen und in der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder anziehen, wofür großenteils Basiseffekte verantwortlich sein werden. In den Jahren 2017 und 2018 wird sich die Preissteigerungsrate, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der Konjunkturbelebung, wohl weiter erholen.

Nach der Verabschiedung des umfassenden geldpolitischen Maßnahmenpakets Anfang März haben sich die allgemeinen Finanzierungsbedingungen im Euroraum verbessert. Dabei ist eine stärkere Transmission der geldpolitischen Impulse auf Unternehmen und private Haushalte zu beobachten – vor allem über das Bankensystem. Das Geldmengenwachstum ist robust geblieben und die allmähliche Erholung der Kreditvergabe hält an. Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge sind immer noch binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung. Die positive Dynamik des Geldmengen- und Kreditwachstums wird von niedrigen Zinssätzen, den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften und dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten gestützt. Die Refinanzierungskosten der Banken sind weiter gesunken, was diese in Form niedrigerer Darlehenszinsen weitergeben. Insgesamt haben die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte wie auch die Kreditströme im gesamten Euroraum eindeutig verbessert. Die im März 2016 beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen unterstützen die derzeitige Beschleunigung des Kreditwachstums und fördern dadurch die Erholung in der Realwirtschaft.

In seiner Sitzung am 21. April 2016 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat 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 am 10. März 2016 beschlossenen geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so hat die EZB damit begonnen, die monatlichen Ankäufe im Rahmen des Programms zum Erwerb von Vermögenswerten von zuvor 60 Mrd € auf 80 Mrd € auszuweiten. Wie bereits bekannt gegeben, sollen diese Ankäufe bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Darüber hinaus wird die EZB im Juni das erste Geschäft der neuen Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) durchführen und mit den Ankäufen im Rahmen des Programms zum Erwerb von Wertpapieren des Unternehmenssektors beginnen.

In der Vorausschau ist es unerlässlich, so lange wie nötig einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, um die Dynamik der Konjunkturerholung im Eurogebiet zu stärken und die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu beschleunigen. Der EZB-Rat wird die Entwicklung der Aussichten für die Preisstabilität weiterhin genau beobachten und – falls zur Erreichung seines Ziels erforderlich – handeln, indem er alle im Rahmen

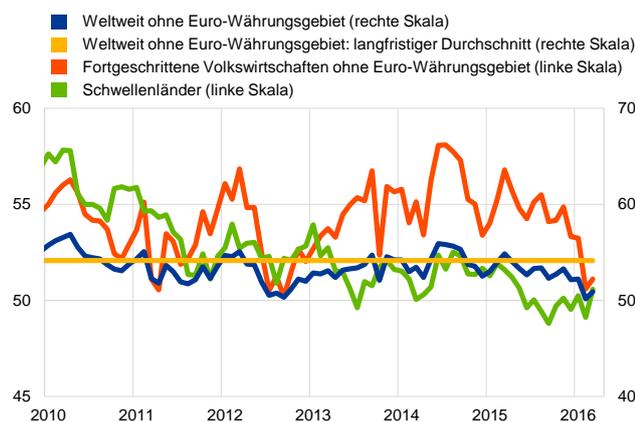
seines Mandats verfügbaren Instrumente nutzt. Im aktuellen Umfeld ist es von zentraler Bedeutung sicherzustellen, dass sich die sehr niedrigen Inflationsraten nicht in Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preisentwicklung verfestigen.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Die jüngsten umfragebasierten Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2016 weltweit stabilisiert hat. Die zu Jahresbeginn beobachteten Turbulenzen an den Finanzmärkten haben inzwischen nachgelassen, da sich die vermehrten Bedenken hinsichtlich der globalen Konjunktorentwicklung nach und nach zerstreut haben. So machten die Aktienmärkte die seit Jahresbeginn verbuchten Verluste in Gänze wett, die Volatilität nahm ab, und die Rohstoffpreise erholten sich ebenfalls etwas. Dies trug zu einer Lockerung der finanziellen Bedingungen in vielen Schwellenländern bei, die angesichts einer weltweit gestiegenen Risikobereitschaft wieder einen höheren Kapitalzufluss verzeichneten.

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

(Diffusionsindex, 50 = keine Veränderung)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2016.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie legte im März verglichen mit dem Vormonat geringfügig zu und lässt somit auf eine leichte Erholung der Weltwirtschaft schließen.

Der Anstieg ist auf ein moderates Anziehen der Konjunktur sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen, nachdem die Ergebnisse in den vorangegangenen Monaten recht schwach ausgefallen waren (siehe Abbildung 1). In vierteljährlicher Betrachtung war der globale EMI für die Produktion im ersten Quartal 2016 aber immer noch niedriger als im Vorquartal und lag nach wie vor unter dem langfristigen Durchschnitt. Dieser Rückgang war weitgehend eine Folge der Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere den Vereinigten Staaten, wohingegen der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie in den Schwellen-

ländern leicht zulegte. Die EMI-Daten weisen für das erste Quartal 2016 insgesamt auf eine etwas langsamere wirtschaftliche Expansion in den Industrieländern und ein weiterhin gemäßigtes Wachstum in den Schwellenländern hin.

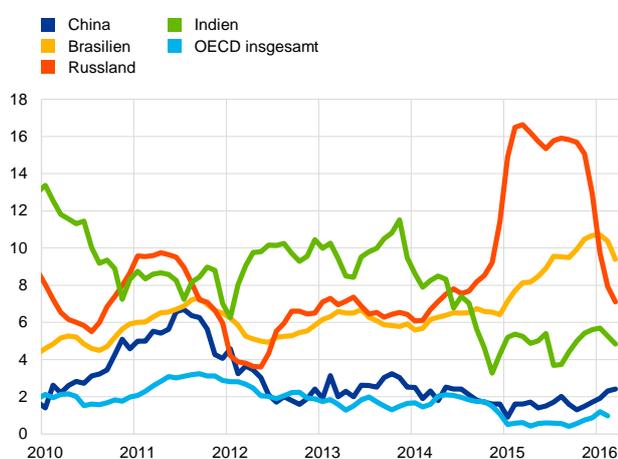
Der Welthandel konnte sich behaupten. Der globale Warenhandel setzte seine dynamische Entwicklung im Januar fort, nachdem die Daten für Dezember spürbar nach oben korrigiert worden waren. Verglichen mit einem Wert von 1,5 % im Dezember nahm die weltweite Wareneinfuhr im Januar volumenmäßig um 1,2 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum zu. Diese Aufwärtskorrektur war den verbesserten Daten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zu verdanken. Die Dynamik der weltweiten Einfuhren blieb im Januar bestehen, gestützt durch das anhaltend kräftige Wachstum in den Schwellenländern Asiens und im Euroraum. Dagegen kam es in den Vereinigten Staaten erneut zu einem Rückgang der Handelsaktivitäten, und in den mittel- und osteuropäischen Ländern kehrte sich das Wachstum des Handels ins Minus. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft erhöhte sich marginal von 49,4 auf 49,6 Punkte

im März, deutete aber immer noch auf ein schwaches Wachstum des Welthandels hin.

Die globale Inflation hielt sich auf einem niedrigen Niveau. Der jährliche Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) in den OECD-Ländern verlangsamte sich aufgrund eines weiter in den negativen Bereich gefallenen Beitrags der Energiepreise von 1,2 % im Januar auf 1,0 % im Februar (siehe Abbildung 2). Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die jährliche VPI-Teuerungsrate im OECD-Raum im Berichtsmonat unverändert bei 1,9 %.

Abbildung 2
Anstieg der Verbraucherpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und nationale Quellen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zu den einzelnen Ländern beziehen sich auf März 2016, die Angaben für die OECD insgesamt auf Februar 2016.

Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent haben sich seit Mitte März weiter erholt, da sich der weltweite Angebotsüberhang verringerte und die globale Ölnachfrage höher als erwartet ausfiel.

Brent-Rohöl wurde seit Mitte März 2016 in einer Spanne zwischen 38 USD und 47 USD je Barrel gehandelt und kostete am 28. April 47 USD. Dies entspricht einem Anstieg von 67 % gegenüber den Mitte Januar verzeichneten Zwölfjahrestiefständen. Die jüngste Ölpreisentwicklung wurde durch einen Rückgang des weltweiten Angebotsüberhangs gestützt. So verringerte sich im März 2016 die Fördermenge der OPEC, wofür hauptsächlich Lieferengpässe im Irak, in Nigeria und in den Vereinigten Arabischen Emiraten maßgeblich waren. Daneben war auch die Ölnachfrage im ersten Quartal 2016 stärker als erwartet, was im Wesentlichen auf einen hohen Bedarf in Indien und anderen nicht der OECD angehörenden asiatischen Ländern zurückzuführen war. Die Ölpreisvolatilität hat

seit Mitte März geringfügig abgenommen, bleibt aber dennoch hoch. Zur aktuellen Volatilität trugen mehrere Faktoren bei, darunter geopolitische Spannungen, Probleme im Zusammenhang mit der Rückkehr des Irans an die internationalen Ölmärkte, Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten der Schwellenländer und Zweifel hinsichtlich eines Abkommens zwischen der OPEC und führenden Nicht-OPEC-Produzenten, die Fördermengen einzufrieren. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl wie beispielsweise Nahrungsmittel und Metalle haben sich seit Mitte März weiter stabil entwickelt. Mit Blick auf die Zukunft stellt die fragile geopolitische Situation im Nahen Osten (vor allem im Irak) und in Nigeria auf kurze Sicht nach wie vor ein Risiko dar, das weitere angebotsseitige Störungen nach sich ziehen könnte.

Die leichte Konjunkturdelle in den Vereinigten Staaten scheint sich auch im ersten Quartal des laufenden Jahres fortgesetzt zu haben, obgleich die zugrunde liegenden Fundamentaldaten weiterhin solide sind. Nachdem das reale BIP im Schlussquartal 2015 auf Jahresrate hochgerechnet moderat um 1,4 % zugelegt hatte, zeichnete sich im ersten Jahresviertel 2016 eine anhaltende konjunkturelle Eintrübung ab. So ließen insbesondere die hochfrequenten Indikatoren für Ausrüstungsausgaben von Unternehmen auf ein lediglich

bescheidenes Wachstum ihrer Investitionen schließen. Wenngleich der Anstieg der realen Konsumausgaben im Februar moderat blieb, weisen aktuelle Daten für das verarbeitende Gewerbe auf verbesserte Bedingungen in diesem Sektor hin. Die Beschäftigtenzahlen außerhalb der Landwirtschaft legten im März kräftig zu, und die Erwerbsbeteiligung zog weiter an, sodass von einer Rückkehr zuvor entmutigter Erwerbspersonen an den Arbeitsmarkt ausgegangen werden kann. Dies führte zu einer nur leichten Erhöhung der Arbeitslosenquote auf 5,0 %. Für die nähere Zukunft ist zu erwarten, dass die realen Einkommen und der Konsum von der günstigeren Arbeitsmarktentwicklung profitieren werden. Die Gesamtteuerungsrate hielt sich auf einem niedrigen Stand. So verzeichnete die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Inflationsrate einen leichten Rückgang von 1,0 % im Februar auf 0,9 % im März, wofür die Energie- und die Nahrungsmittelpreise ausschlaggebend waren. Ohne diese beiden Komponenten gerechnet sank die jährliche VPI-Preissteigerungsrate im März infolge einer negativen Entwicklung der Warenpreise auf 2,2 %. Seit Mitte 2015 ist allerdings ein zaghafter Aufwärtstrend zu erkennen.

In Japan weist das Wirtschaftswachstum nach wie vor eine geringe Dynamik auf. Die Wirtschaftsindikatoren deuteten Anfang 2016 erneut auf eine schleppende Konjunktorentwicklung hin, nachdem im letzten Jahresviertel 2015 ein Rückgang des realen BIP von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu Buche gestanden hatte. Betrachtet man die jüngsten Umfragen, so lassen diese auf einen schwachen privaten Konsum zu Jahresbeginn schließen. Die Industrieproduktion blieb ebenfalls verhalten, wenngleich dies weitgehend Einmalfaktoren zuzuschreiben war. Die realen Exporte verzeichneten indes eine leichte Erholung. Zugleich lieferten Umfrageindikatoren Hinweise auf eine leichte Eintrübung des Geschäftsklimas. Die jährliche VPI-Teuerungsrate erhöhte sich von 0 % im Januar auf 0,3 % im Februar, und die entsprechende Rate ohne Nahrungsmittel und Energie zog geringfügig auf 0,8 % an.

Im Vereinigten Königreich dürfte sich das BIP-Wachstum verlangsamen. Im Schlussquartal 2015 stieg das reale BIP um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. Es legte damit unerwartet stark zu und auch stärker als im vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Der jährliche BIP-Zuwachs belief sich dementsprechend im Jahr 2015 auf 2,3 % nach 2,9 % im Jahr 2014. Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums im vierten Quartal 2015 war der robuste private Konsum, während sich das Wachstum der Investitionen aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich der Dynamik der weltweiten Nachfrage deutlich ins Negative kehrte. Auch der Außenbeitrag lieferte weiterhin negative Wachstumsimpulse. Konjunkturindikatoren und Umfragen zu den Planungen der Unternehmen deuten auf einen etwas langsameren Anstieg des BIP in der ersten Jahreshälfte 2016 hin. Die Arbeitslosenquote stabilisierte sich in den drei Monaten bis Januar dieses Jahres bei 5,1 %, während sich die Einkommen trotz der Aufhellung am Arbeitsmarkt mit 2,1 % weiterhin nur recht moderat erhöhten. Die jährliche am VPI-Gesamtindex gemessene Teuerungsrate kletterte im Februar geringfügig auf 0,3 %, wofür von den Energiepreisen ausgehende Basiseffekte verantwortlich waren. Die Inflationsrate ohne Nahrungsmittel, Energie, alkoholische Getränke und Tabakwaren sank hingegen leicht auf 1,1 %.

In China stehen die verfügbaren Daten nach wie vor mit einem allmählichen Rückgang des Wirtschaftswachstums im Einklang; Unterstützung geht indes von Maßnahmen der Politik und der raschen Ausweitung der Kreditvergabe aus. Im ersten Jahresviertel stieg das BIP in China binnen Jahresfrist um 6,7 % an.

Damit lag der Wert geringfügig unter jenem des Vorquartals, aber innerhalb der neuen von den chinesischen Behörden für das Jahr 2016 vorgegebenen Wachstumsspanne von 6,5 % bis 7,0 %. Die jüngsten Kurzfristindikatoren lassen auf eine nachhaltige konjunkturelle Dynamik schließen, da bei der Industrieproduktion, den Anlageinvestitionen, dem Kreditwachstum und den Einzelhandelsumsätzen eine positive Entwicklung zu beobachten ist. Überdies zeichnet sich eine Stabilisierung am Wohnimmobilienmarkt ab; so kam es bei den Wohnungsbauinvestitionen zu einer moderaten Belebung, und die Wohnimmobilienpreise in den großen Städten zogen kräftig an. Demgegenüber schwächten sich die Handelsdaten, die in den vergangenen Monaten eine hohe Volatilität aufwiesen, im ersten Vierteljahr 2016 ab. Eine stabilere Entwicklung an den Finanzmärkten und des Renminbi-Wechselkurses trug dazu bei, die zu Jahresanfang vorherrschende Ungewissheit etwas zu mindern. Die geldpolitische Akkommodierung und moderate fiskalische Stimulierungsmaßnahmen dürften die Nachfrage weiterhin ankurbeln.

In den anderen Schwellenländern ist die Wachstumsdynamik weiterhin schwach und uneinheitlich. In den rohstoffimportierenden Ländern – so etwa in den mittel- und osteuropäischen Staaten außerhalb des Euroraums und in

geringerem Maße auch in Indien und der Türkei – konnte sich die Konjunktur behaupten, während das Wachstum in den rohstoffexportierenden Ländern nach wie vor sehr verhalten ausfiel. Mit Blick auf Brasilien weisen die jüngsten Konjunkturindikatoren darauf hin, dass sich der Abschwung auch im laufenden Jahr fortsetzen wird. Erhebliche Belastungen für die Wirtschaft gehen dabei von der politischen Unsicherheit, der Verschlechterung der Terms of Trade und den restriktiveren Finanzierungsbedingungen aus. Die Wirtschaftstätigkeit in Russland war im Schlussquartal 2015 erwartungsgemäß erneut rückläufig, nachdem sich im dritten Jahresviertel noch erste Anzeichen einer Verbesserung gezeigt hatten. Die Unsicherheit ist anhaltend hoch, das Unternehmerv Vertrauen bleibt schwach, und die geringeren Öleinnahmen bremsen weiterhin die Staatsausgaben.

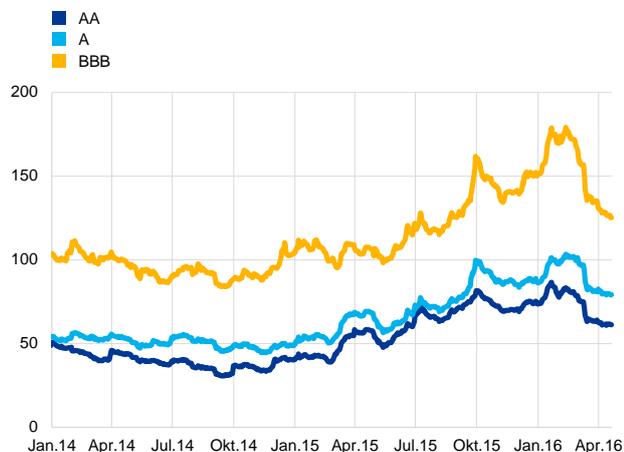
2 Finanzielle Entwicklungen

Vom 9. März bis zum 20. April 2016 verringerten sich die Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet ebenso wie in den Vereinigten Staaten. Anfang März tendierten die Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet zunächst leicht aufwärts, begannen dann aber kurz nach der März-Sitzung des EZB-Rats zu sinken. In den USA war die Entwicklung ähnlich. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen der Euro-Länder verzeichnete am 1. April 2016 ein neues Allzeittief von 0,75 %. Später erholte sie sich wieder etwas und lag am 20. April bei 0,86 %. Insgesamt gaben die langfristigen Anleiherenditen in den Euro-Ländern mit höherer Bonitätseinstufung etwas stärker nach.

An den Märkten für Unternehmensanleihen sanken die Risikoprämien auf Papiere nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund einer Stabilisierung der Marktvolatilität und im Gefolge der Bekanntgabe des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) durch den EZB-Rat erheblich. In der zweiten Märzhälfte verkeinerten sich die Spreads von Anleihen nichtfinanzieller wie auch finanzieller Unternehmen, nachdem die zuvor auf Spitzenwerte angestiegene Marktvolatilität wieder etwas nachließ. Nach der Ankündigung des CSPP verringerten sie sich nochmals deutlich, ehe sich der Rückgang im April etwas gemäßiger fortsetzte (siehe Abbildung 3).

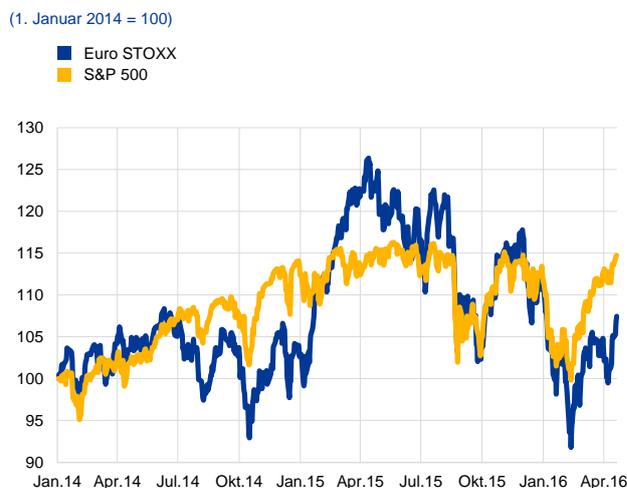
Die Stabilisierung der Volatilität stützte auch die weltweiten Aktienkurse, die im Berichtszeitraum zulegten. Der marktbreite Euro-STOXX-Aktienindex gewann vom 9. März bis zum 20. April 2016 gut 4 % hinzu (siehe Abbildung 4). In den Vereinigten Staaten stieg der S&P-500-Index unterdessen um fast 6 %. Bankaktien wiesen in beiden Wirtschaftsräumen etwas größere Schwankungen als der Gesamtmarkt auf, und im Euroraum schnitten sie mit einem Plus von rund 2 % auch etwas schlechter ab als der Markt insgesamt.

Abbildung 3
Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet nach Rating



Quelle: Thomson Reuters.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. April 2016.

Abbildung 4
Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. April 2016.

Der Euro wertete im Berichtszeitraum in effektiver Rechnung auf. Gegenüber dem US-Dollar legte die Gemeinschaftswährung 3,7 % zu. Dies geschah vor dem Hintergrund rückläufiger Renditedifferenzen zwischen den langfristigen Anleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum, die im Wesentlichen Ausdruck veränderter Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen Leitzinsentwicklung in den USA waren. Auch gegenüber dem Pfund Sterling, dem chinesischen Renminbi, dem japanischen Yen und den Währungen der meisten Schwellenländer gewann der Euro an Wert. Gegenüber dem russischen Rubel, der schwedischen Krone, dem Schweizer Franken sowie den Währungen der meisten rohstoffexportierenden

Länder und einiger mittel- und osteuropäischer Staaten schwächte er sich hingegen ab.

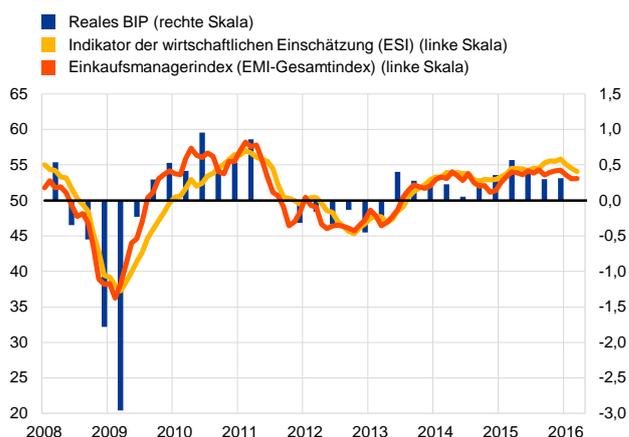
Nach dem Beschluss des EZB-Rats, den Zinssatz für die Einlagefazilität im März um 10 Basispunkte auf -0,40 % zu senken, gab der EONIA im Berichtszeitraum nach. Seit der Umsetzung der Zinssenkung zu Beginn der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode hat sich der EONIA (Euro Overnight Index Average) – mit Ausnahme eines vorübergehenden Anstiegs auf -30 Basispunkte am Ende des ersten Quartals – in einer Spanne von -33 bis -35 Basispunkten bewegt. Die Überschussliquidität erhöhte sich im Zusammenhang mit den fortgeführten Ankäufen des Eurosystems im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten um etwa 43 Mrd € auf 744 Mrd €.

3 Konjunkturentwicklung

Die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet hellt sich vor allem aufgrund der Entwicklung der privaten Konsumausgaben, zuletzt aber auch der Investitionen, weiter auf (siehe Abbildung 5). Wenngleich die Wirtschaftsleistung seit Jahresbeginn 2013 zunimmt, liegt das reale BIP des Euroraums immer noch lediglich in der Nähe seines vor der Krise verzeichneten Höchststands vom ersten Quartal 2008.

Abbildung 5
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex (EMI-Gesamtindex) für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index; Diffusionsindex)



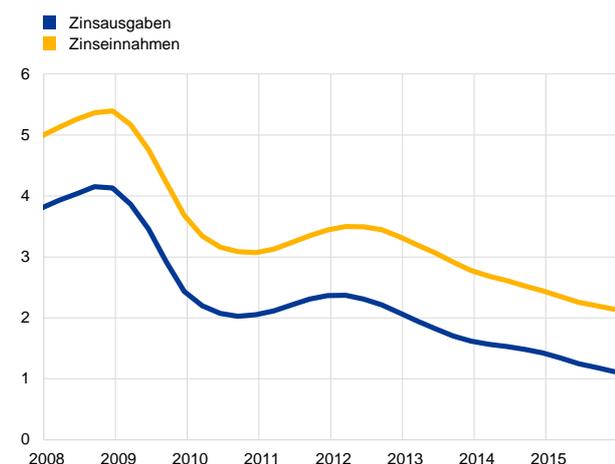
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.
Anmerkung: Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) ist normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex (EMI). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015 (reales BIP) bzw. März 2016 (ESI und EMI).

Die privaten Konsumausgaben leisten nach wie vor einen positiven Wachstumsbeitrag, nachdem sie im Schlussquartal 2015 vorübergehend gesunken waren. Der Rückgang der Konsumausgaben im letzten Jahresviertel 2015 war teilweise auf einen schwächeren Schlussverkauf von Bekleidung und einen geringeren Energieverbrauch zurückzuführen. Beide Faktoren dürften mit dem milden Winterwetter in Teilen des Eurogebiets zusammenhängen. Darüber hinaus scheinen sich die Terroranschläge vom November 2015 in Paris negativ auf den Konsum von Dienstleistungen (z. B. auf das Gastgewerbe) in Frankreich ausgewirkt zu haben. Grundsätzlich profitiert der private Verbrauch vom Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte, der wiederum in erster Linie eine Folge der zunehmenden Beschäftigung und der niedrigeren Ölpreise ist. Darüber hinaus haben die bilanziellen Restriktionen der privaten Haushalte nachgelassen, und das Verbrauchervertrauen bleibt hoch und liegt trotz des jüngsten Rückgangs nach wie vor über seinem langfristigen Durchschnitt.

Der akkommodierende geldpolitische Kurs und das damit einhergehende niedrige Zinsniveau dürften den gesamtwirtschaftlichen Konsum im Euroraum weiterhin stützen. Seit dem dritten Jahresviertel 2008 sind die Zinsausgaben der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren Einkommen um rund 3 Prozentpunkte zurückgegangen. Ihre Zinseinnahmen sanken in etwa genauso stark (siehe Abbildung 6). Somit blieb das aggregierte verfügbare Einkommen der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet nahezu unverändert. Allerdings führen niedrigere Zinsen üblicherweise zu einer Umverteilung von Ressourcen weg von Nettosparern mit einer geringeren marginalen Konsumneigung hin zu Nettoschuldnern mit einer höheren marginalen Konsumneigung, sodass sich insgesamt ein positiver Einfluss auf den gesamtwirtschaftlichen Konsum im Euroraum ergibt. Was die kurzfristigen Aussichten betrifft, so deuten die jüngsten Angaben zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen auf eine Belebung der Konsumausgaben im ersten Vierteljahr 2016 hin.

Abbildung 6
Zinsausgaben und -einnahmen der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Nach einer Beschleunigung des Investitionswachstums zum Ende des letzten Jahres haben sich die Investitionsbedingungen Anfang 2016 weiter leicht verbessert, wenngleich die Abwärtsrisiken nach wie vor überwiegen. Die

zunehmende Kapazitätsauslastung und eine Ausweitung der Investitionsgüterproduktion im Januar und Februar deuten darauf hin, dass die Unternehmensinvestitionen im Eurogebiet im ersten Quartal 2016 kräftig gestiegen sind. Allerdings dürfte die Schwäche des außenwirtschaftlichen Umfelds im Zusammenspiel mit dem geringeren Unternehmervertrauen, der gesunkenen Zahl an Bestellungen für Investitionsgüter und den verhaltenen Produktionserwartungen in der Investitionsgüterbranche das Wachstum der Investitionen außerhalb des Baugewerbes im ersten Halbjahr 2016 höchstwahrscheinlich beeinträchtigen. Die Bauinvestitionen dürften im ersten Jahresviertel weiter zugenommen

haben, vor allem aufgrund der Entwicklung im Wohnungsbau, wie aus dem starken Zuwachs beim Hochbau gegenüber dem Vorquartal hervorgeht. Von der üblichen Volatilität abgesehen sind die Baugenehmigungen und das Vertrauen im Baugewerbe (gemessen am Einkaufsmanagerindex (EMI) und am Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI)) gestiegen, was den Schluss zulässt, dass der Konjunkturzyklus im Baugewerbe die Talsohle durchschritten hat.

Über die kurze Frist hinaus betrachtet sollten die Erholung der Nachfrage, die akkommodierende Geldpolitik und die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen der Investitionstätigkeit Auftrieb verleihen. Höhere Gewinnmargen und sinkende Kapazitätsreserven dürften ebenfalls Investitionsentscheidungen unterstützen. Dagegen können sich die Notwendigkeit zum Schuldenabbau, die niedrigen Gewinne, die speziell in einigen Ländern bestehenden institutionellen

Rigiditäten sowie die mäßigen Aussichten für das Potenzialwachstum dämpfend auf die Investitionen auswirken.

Das Exportwachstum im Euro-Währungsgebiet bleibt insgesamt verhalten.

Den monatlichen Handelsdaten zufolge haben sich die Warenausfuhren im Februar teilweise erholt, nachdem sie im Januar noch deutlich zurückgegangen waren. Die Warenexporte in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres lagen unter dem Durchschnittswert vom Schlussquartal 2015. Das Ausfuhrwachstum wurde vermutlich durch die geringe Wachstumsdynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere den Vereinigten Staaten, und in einigen Schwellenländern gebremst. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte der seit Ende vergangenen Jahres verzeichnete Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses die Exporte des Euroraums weiterhin belasten. Aktuellere Indikatoren wie etwa Umfrageergebnisse deuten auf eine nach wie vor verhaltene Entwicklung der Auslandsnachfrage und einen relativ schwachen Auftragseingang aus Ländern außerhalb des Euroraums in nächster Zeit hin.

Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen auf ein anhaltendes Wachstum des realen BIP im ersten Vierteljahr 2016 schließen.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) lag im Januar und Februar im Schnitt 1,1 % über ihrem Durchschnittswert vom letzten Jahresviertel 2015, als sie um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen war. Aktuellere Umfrageergebnisse zeichnen ein etwas weniger optimistisches Bild als die harten Daten. Der ESI war im ersten Vierteljahr 2016 durchweg rückläufig, und auch der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie verzeichnete im Januar und Februar einen Rückgang und blieb im März dann weitgehend stabil (siehe Abbildung 5). Die Entwicklung der Umfrageergebnisse ist jedoch zurzeit schwieriger zu interpretieren als üblich: Einerseits haben sie sich verschlechtert, was auf ein geringeres Wachstum gegenüber dem Schlussquartal 2015 hindeutet, andererseits liegen sie aber nach wie vor über ihren langfristigen Durchschnittswerten, was wiederum auf ein unverändertes oder sogar leicht beschleunigtes Wachstum schließen lässt.

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets hellt sich nach und nach weiter auf.

Im letzten Jahresviertel 2015 erhöhte sich die Beschäftigung um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und ist nunmehr zweieinhalb Jahre in Folge gestiegen. Sie lag damit 1,2 % über ihrem Stand vor Jahresfrist; dies ist der stärkste jährliche Zuwachs seit dem zweiten Vierteljahr 2008. Die seit Mitte 2013 rückläufige Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet sank im Februar erneut auf zuletzt 10,3 %. Wenngleich aktuellere Umfrageergebnisse auf eine leichte Abschwächung des Beschäftigungswachstums schließen lassen, stehen sie nach wie vor im Einklang mit weiteren Beschäftigungsgewinnen in nächster Zeit.

Was die Zukunft betrifft, so dürfte sich die Konjunkturerholung weiter fortsetzen.

Insbesondere die Binnennachfrage wird durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB weiterhin begünstigt. Deren positiver Effekt auf die Finanzierungsbedingungen sowie die gestiegene Ertragskraft der Unternehmen stimulieren die Investitionen. Darüber hinaus dürften das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben durch den akkommodierenden geldpolitischen Kurs, den anhaltenden Beschäftigungszuwachs infolge

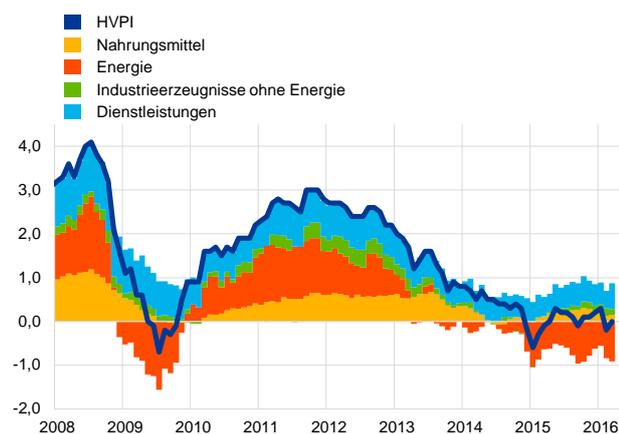
vergängerer Strukturreformen und den nach wie vor relativ niedrigen Ölpreis weiter gestützt werden. Überdies ist im Euroraum ein leicht expansiver finanzpolitischer Kurs festzustellen. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet noch immer durch die anhaltenden Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren, das unzureichende Tempo bei der Umsetzung von Strukturreformen und die gedämpften Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften gebremst. Mit Blick auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang April von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters zeichnen ein ähnliches Bild wie die im März veröffentlichten, von Experten der EZB erstellten Projektionen und weisen auf eine anhaltende konjunkturelle Erholung mit steigenden jährlichen BIP-Wachstumsraten hin (siehe www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

4 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation lag in den letzten Monaten auf einem Stand von etwa null. Das niedrige Inflationsniveau spiegelt weiterhin den dämpfenden Einfluss der stark im negativen Bereich liegenden Jahresänderungsraten der Energiepreise wider. Zugleich schwankt die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie weiterhin um rund 1,0 % (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7
Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Die meisten Messgrößen der Kerninflation lassen keinen klaren Aufwärtstrend erkennen. Die Vorjahrsraten der HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie liegen nach wie vor bei 1,0 % oder knapp darunter. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Kerninflation seit dem vergangenen Sommer noch nicht nach oben bewegt hat, was auch durch die anhand modellbasierter Messgrößen¹ ermittelten Daten untermauert wird. Betrachtet man die wichtigsten Komponenten, so hat sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen im März auf 1,4 % erhöht und liegt damit 0,5 Prozentpunkte über seinem historischen Tiefstand (0,9 %) vom Februar. Dieser Anstieg ist zum Teil auf eine vorübergehende Erholung der Preise für Pauschalreisen während der Ostertage zurückzuführen; das Osterfest fiel dieses Jahr auf den Monat März (siehe auch Kasten 1 im vorliegenden Bericht). Die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie bewegte sich in den letzten Monaten zwischen 0,5 % und 0,7 %.

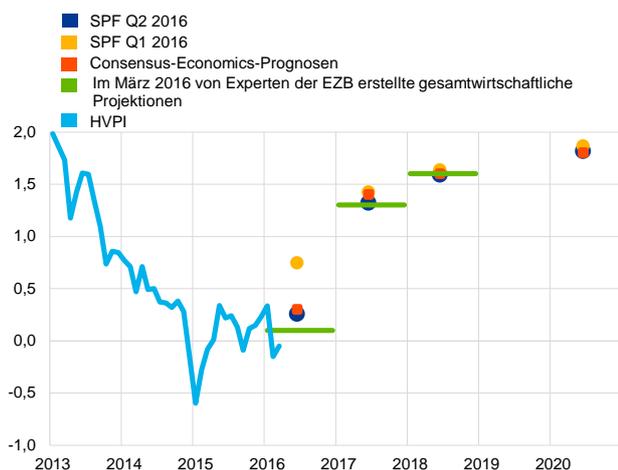
¹ Weitere Einzelheiten zu den modellbasierten Messgrößen der Kerninflation finden sich in: EZB, Die Entwicklung der Kerninflation, Kasten 5, Abbildung C, Jahresbericht 2015.

Durch die jüngste Aufwertung des Euro wurde der durch dessen vorangegangenen kräftigen Kursverlust verursachte Preisauftrieb zum Teil wieder abgeschwächt. Der Anstieg der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, der bislang hauptsächlich für den Aufwärtsdruck auf die Inflation war, verringerte sich von 1,6 % im Januar auf 0,7 % im Februar. Mit dieser Entwicklung setzt sich der Rückgang gegenüber dem Rekordhoch von 5,6 % im April 2015 fort; sie spiegelt eine leichte Aufwertung des effektiven Euro-Wechselkurses sowie den Einfluss des globalen, durch die niedrigeren Ölpreise bedingten Disinflationdrucks wider.

Der von den Erzeugerpreisen und der Lohnentwicklung ausgehende Preisdruck blieb gedämpft. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel sank von +0,1 % im Januar auf -0,1 % im Februar, und die Umfragedaten für die Vorleistungs- und Verkaufspreise bis April deuten darauf hin, dass der Preisdruck auf der Erzeugerebene gedämpft bleiben wird. Das Lohnwachstum stabilisierte sich auf niedrigem Niveau. Der jährliche Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im vierten Quartal 2015 bei 1,3 % und war damit gegenüber dem Vorquartal unverändert. Da sich das jährliche Produktivitätswachstum im selben Zeitraum um 0,2 Prozentpunkte verringerte, erhöhten sich die Lohnstückkosten um 0,2 Prozentpunkte. Eine Erläuterung zu den das Lohnwachstum möglicherweise belastenden Faktoren findet sich in Kasten 2 im vorliegenden Bericht.

Abbildung 8
Umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVIPI beziehen sich auf die Zeit bis Ende März 2016. Die Angaben von Consensus Economics sind den Prognosen vom April 2016 entnommen.

Die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen haben sich auf niedrigem Niveau stabilisiert und liegen weiterhin deutlich unter den entsprechenden umfragebasierten Messgrößen. Die fünfjährige Termininflationserwartung in fünf Jahren hat sich gegenüber ihrem Allzeittief vom Februar zwar erholt, weist aber weiterhin ein sehr niedriges Niveau auf. Zurückzuführen ist dies zum Teil auf die verhältnismäßig geringe Bereitschaft des Marktes, inflationsgekoppelte Finanzinstrumente zu halten, woraus sich schließen lässt, dass die Marktteilnehmer ein baldiges Anziehen der Inflation für relativ unwahrscheinlich halten.

Im Gegensatz zu den marktbasieren Messgrößen erwiesen sich die umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen, wie sie beispielsweise im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und in den Umfragen von Consensus Economics ermittelt werden, als stabiler und robuster gegenüber der Abwärtskorrektur der kürzerfristigen Erwartungen (siehe Abbildung 8). Aus dem SPF von April 2016 ergibt sich

eine – gegenüber der vorangegangenen Befragung unveränderte – durchschnittliche Punktprognose für die Inflation in fünf Jahren von 1,8 %; das Abwärtsrisiko, mit dem dieser Mittelwert der erwarteten Inflationsentwicklung verbunden ist, scheint sich etwas abgeschwächt zu haben.

Auf Grundlage der aktuellen Terminpreise für Energie dürften die Teuerungsraten in den kommenden Monaten leicht negativ sein und in der zweiten Jahreshälfte 2016 vornehmlich aufgrund von Basiseffekten wieder steigen. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der erwarteten Konjunkturbelebung sollten sich die Inflationsraten in den Jahren 2017 und 2018 wieder erhöhen.

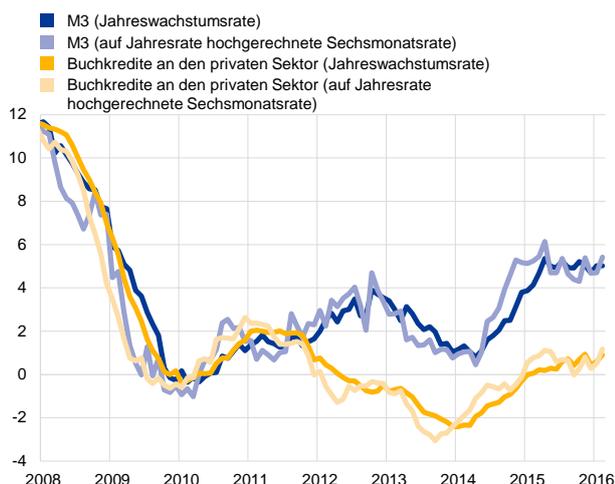
Was die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien angeht, so ist der Indikator der EZB für die Wohnimmobilienpreise im Euroraum binnen Jahresfrist weiter gestiegen. Im vierten Quartal 2015 lag die Jahresänderungsrate der Preise für Wohneigentum bei 2,2 %, verglichen mit 1,5 % im dritten und 1,1 % im zweiten Quartal 2015. Die anhaltende Preiserholung bei Wohnimmobilien ist in relativ vielen Euro-Ländern zu beobachten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 blieb robust. Die Jahreswachstumsrate von M3 verharrte auf ihrem seit März 2015 verzeichneten Stand von rund 5,0 % (siehe Abbildung 9). Getragen wurde die monetäre Dynamik erneut von den liquidesten M3-Komponenten: Die Zwölfmonatsrate von M1 verlangsamte sich zwar abermals gegenüber dem im Juli 2015 erreichten Spitzenwert, lag aber immer noch auf einem hohen Niveau. Insgesamt steht die jüngste Entwicklung der eng gefassten Geldmenge daher auch weiter mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet im Einklang.

Abbildung 9
Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016.

Die täglich fälligen Einlagen unterstützten das M3-Wachstum nach wie vor erheblich. Hauptfaktoren dieses Wachstums waren die niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung der liquidesten Komponenten der Geldmenge sowie die Auswirkungen des erweiterten Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Die sonstigen kurzfristigen Einlagen sanken hingegen weiter, wenn auch nicht mehr so stark wie in den Vormonaten. Die Zuwachsraten der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb von M3 haben, war Anfang 2016 negativ, obwohl bei den Geldmarktfondsanteilen seit Mitte 2014 eine Erholung zu beobachten ist.

Die Dynamik der weit gefassten Geldmenge wurde erneut überwiegend durch binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung bestimmt. Dies hing zum Teil mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB zusammen. Die wichtigsten Geldschöpfungs-

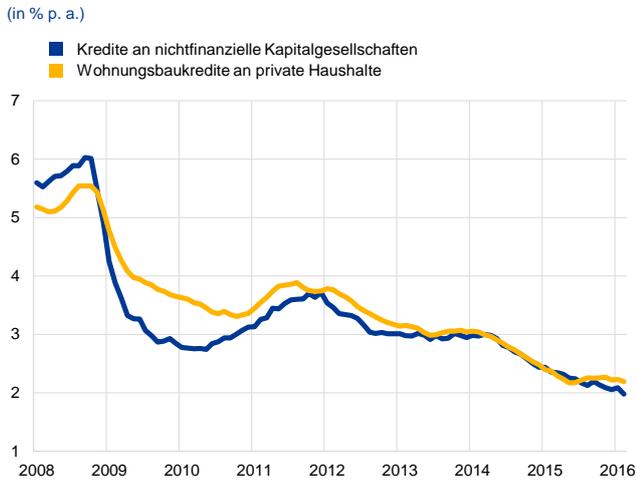
quellen aufseiten der Gegenposten waren im Februar die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)

getätigten Anleihekäufe durch das Eurosystem und der Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten. Ein erheblicher Anteil der Vermögenswerte wurde monetären Finanzinstituten (MFIs) (ohne Eurosystem) abgekauft. Die Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) lag nach wie vor weit im negativen Bereich. Darin spiegelt sich die im Zuge der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB eingetretene Abflachung der Zinsstrukturkurve wider, welche die Vorteile der Haltung längerfristiger Bankaktiva für Anleger reduziert hat. Ein weiterer Erklärungsfaktor ist die Attraktivität der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) als Alternative zur längerfristigen marktbasierter Bankfinanzierung. Darüber hinaus wurde die Geldschöpfung nach wie vor durch MFI-Kredite an den privaten Sektor im Euroraum gestärkt. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors war durch Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet sowie anhaltende Portfolioumschichtungen zugunsten ausländischer Anlagen (konkret die Veräußerung von Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP; siehe Kasten 4) gekennzeichnet und belastete somit weiterhin das jährliche M3-Wachstum.

Die allmähliche Erholung der Kreditdynamik setzte sich fort, wenngleich das Kreditwachstum schwach blieb. Die jährliche Zuwachsrate der (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten) MFI-Buchkreditvergabe an den privaten Sektor erhöhte sich im Februar (siehe Abbildung 9), weil sich die Ausleihungen sowohl an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch an private Haushalte belebten. Allerdings fiel die Vorjahrsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen nach wie vor schwach aus, da sie sich noch nicht vollständig von ihrem Tief im ersten Quartal 2014 erholt hat. Diese Entwicklungstrends waren generell im gesamten Euroraum zu beobachten. Gestützt wurden sie durch den beträchtlichen Rückgang der Bankzinsen seit Sommer 2014 (der vor allem auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB zurückzuführen war) sowie die Fortschritte beim Angebot von und der Nachfrage nach Bankkrediten. Trotz dieser positiven Anzeichen beeinträchtigen die fortdauernde Konsolidierung der Bankbilanzen und das in einigen Ländern anhaltend hohe Niveau an notleidenden Krediten weiterhin das Kreditwachstum.

Abbildung 10

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016.

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken im Februar auf einen neuen historischen Tiefstand.

Die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte sind seit der Ankündigung des EZB-Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe vom Juni 2014 stärker zurückgegangen als die Referenzzinssätze am Geldmarkt (siehe Abbildung 10). Hierzu haben auch die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte im Eurogebiet sowie das bessere Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen der Banken beigetragen. Eine weitere Erklärung sind die rückläufigen zusammengesetzten Finanzierungskosten der Banken, die in Form niedrigerer Zinssätze für Ausleihungen weitergegeben werden. In der Zeit von Mai 2014 bis Februar 2016 fiel der gewichtete Zinssatz für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum um rund 95 Basispunkte auf 1,98 %. Der gewichtete Zins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gab unterdessen um mehr als 70 Basispunkte nach und lag

im Februar 2016 bei 2,20 %. Zudem hat sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und jenen für große Kredite (mehr als 1 Mio €) seit der verstärkten Kreditlockerung im Juni 2014 verringert und scheint sich jüngst auf einem niedrigen Niveau eingependelt zu haben. Dieser Indikator deutet darauf hin, dass kleine und mittlere Unternehmen stärker von der jüngsten Entwicklung der Kreditzinsen profitiert haben als große Unternehmen.

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2016 lässt darauf schließen, dass die Erholung des Kreditwachstums weiter voranschreitet.

Aus der Umfrage (siehe www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html) geht hervor, dass sich die Kreditangebotsbedingungen für Unternehmen im ersten Quartal 2016 abermals verbesserten und die Nachfrage nach sämtlichen Kreditarten zunahm. Maßgeblich für die per saldo verzeichnete Lockerung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten war weiterhin die Konkurrenz durch andere Banken. Die Bedingungen für neue Kredite wurden generell nochmals gelockert, vor allem jene für Ausleihungen an private Haushalte. Im Hinblick auf die Auswirkungen des erweiterten Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten gaben die Banken an, die über dieses Programm zur Verfügung gestellte Liquidität im Wesentlichen für die Gewährung von Krediten zu verwenden. Sie meldeten in diesem Zusammenhang auch, dass das APP ihre Rentabilität negativ beeinflusst habe. Ferner wurde berichtet, dass sich der negative Zinssatz für die Einlagefazilität zwar begünstigend auf das Kreditvolumen auswirke, zugleich aber den Nettozins ertrag und die Kreditmargen belaste.

Der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen erhöhte sich im März 2016 beträchtlich, nachdem er in den beiden vorangegangenen Monaten rückläufig gewesen war. Hintergrund dieser Trendumkehr sind die geringeren Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung, die im März zum zweiten Mal in Folge zurückgingen. Das anhaltend kräftige Wachstum der einbehaltenen Gewinne scheint sich hingegen in den letzten Monaten dämpfend ausgewirkt zu haben. Die einbehaltenen Gewinne waren im Schlussquartal 2015 erheblich gestiegen.

Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum können sich nach wie vor günstig finanzieren. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen gingen im März 2016 Schätzungen zufolge zurück, wodurch die um den Jahreswechsel verbuchte Verteuerung zum Großteil wieder wettgemacht wurde. Ursächlich hierfür war eine Verringerung sowohl der Eigenkapitalkosten als auch der Kosten für die marktbasierter Fremdfinanzierung. Im März 2016 lagen die Eigenkapitalkosten rund 50 Basispunkte und die Kosten für die marktbasierter Fremdfinanzierung etwa 30 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Februar 2015.

Kasten 1

Harmonisierter Verbraucherpreisindex – Ostereffekt und verbesserte Saisonbereinigung

Im vorliegenden Kasten wird erläutert, welche Verbesserungen die EZB bei ihrer Saisonbereinigung des HVPI für das Euro-Währungsgebiet nach der jüngsten Überarbeitung und der Einführung einer Kalendereinigung vorgenommen hat. Da Saisonalität und Kalenderkonstellationen die monatlichen Teuerungsraten des HVPI beeinflussen, profitieren kurzfristige Inflationsanalysen von der Saisonbereinigung. Zudem können sich Kalenderkonstellationen vor allem in Zeiträumen mit beweglichen Feiertagen auf die jährlichen Teuerungsraten auswirken. Die EZB geht davon aus, dass die Vorjahrsrate des HVPI für Dienstleistungen im Euroraum im März 2016 um 0,1 Prozentpunkte höher war, weil der Ostertermin in diesem Monat lag, wohingegen er 2015 in den April fiel.

Saisonale Schwankungen sind unterjährige Bewegungen, die jeweils im selben Zeitraum eines Kalenderjahrs auftreten und einen ähnlichen Einfluss auf eine Zeitreihe ausüben, wobei sich der Umfang dieser Schwankungen im Zeitverlauf ändern kann. Saisoneinflüsse können sich aus Witterungsbedingungen, administrativen Maßnahmen (z. B. die Terminierung der Schulferien) sowie aus Gewohnheiten und Traditionen (z. B. die Weihnachtseinkäufe) ergeben. Konventionen bei der Erstellung des HVPI können ebenfalls eine Rolle spielen, beispielsweise die Erfassung der Preise für Waren und Dienstleistungen, deren Änderungen ein saisonales Muster aufweisen. Kalendereffekte hängen mit Kalenderkonstellation zusammen, die sich alljährlich ändern können, wie z. B. der Ostertermin. Zu den Beispielen für Saisoneffekte im HVPI zählt die Saisonabhängigkeit der Preisindizes für frisches Obst und Gemüse, Pauschalreisen im Winter und Sommer sowie Bekleidung und Schuhe. Die saisonalen Schwankungen im HVPI für den Euroraum haben sich im Zeitverlauf verstärkt, vor allem aufgrund der schrittweise erfolgenden Harmonisierung statistischer Konzepte und Methoden im Zusammenhang mit Preisen, die eine Saisonfigur zeigen. So wurde im Jahr 2001 eine breit angelegte Erfassung der Ausverkaufspreise für Bekleidung und Schuhe eingeführt.

Im Jahr 2000 begann die EZB mit der Erstellung saisonbereinigter HVPIs für den Euroraum; Ziel war eine Erweiterung des analytischen Instrumentariums über die von den Statistikämtern bereitgestellten Daten hinaus.¹ Der

¹ Üblicherweise erstellen die meisten Statistikämter keine Preisindizes auf der Grundlage saisonbereinigter Daten. Das Verfahren der EZB zur Saisonbereinigung des HVPI für das Eurogebiet wird im Bericht „Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area“ aus dem Jahr 2000 beschrieben. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Entwicklung des HVPI auf der Grundlage von saisonbereinigten Daten, Kasten 2, Monatsbericht Januar 2001.

saisonbereinigter HVPI-Gesamtindex für das Eurogebiet wird indirekt erstellt, indem die saisonbereinigten Teilindizes für verarbeitete Nahrungsmittel, unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie und für Dienstleistungen mit der unbereinigten Zeitreihe für Energie aggregiert werden. Dieses Verfahren wurde nun überarbeitet, und im Zuge dessen werden Verbesserungen hinsichtlich der Saisonbereinigung der HVPIs für Dienstleistungen und für Industrieerzeugnisse ohne Energie vorgenommen.² Die Komponenten „verarbeitete Nahrungsmittel“ und „unverarbeitete Nahrungsmittel“ bleiben davon weitgehend unberührt, während der HVPI für Energie weiterhin keine erkennbare Saisonfigur aufweist.

Schätzung des Ostereffekts im HVPI für Dienstleistungen

Vor der Überarbeitung wurden der HVPI für das Euro-Währungsgebiet und seine Komponenten nicht um Kalendereffekte bereinigt. Während sich aus der Anzahl der Arbeits- oder Ladenöffnungstage in der Regel ausgeprägte kalendarische Einflüsse auf das BIP, die Industrieproduktion und den Einzelhandel ergeben, werden die Verbraucherpreise durch unterschiedliche Konstellationen von Wochen- und Wochenendtagen nicht beeinflusst. Der Termin der Osterfeiertage kann sich hingegen im März und April spürbar auf die Preise für Dienstleistungen, insbesondere für Pauschalreisen, Beherbergungsdienstleistungen und Flüge, auswirken, da diese Preise zum Zeitpunkt der Erbringung der jeweiligen Dienstleistung, z. B. zu Beginn einer Pauschalreise, im HVPI erfasst werden. Eine Untersuchung für die Euro-Länder zeigt, dass eine verlässliche Schätzung des Ostereffekts möglich ist.³ Aus Abbildung A wird ersichtlich, dass es durch die Einführung einer Kalenderbereinigung seitens der EZB zu erheblichen Veränderungen der negativen monatlichen Wachstumsraten für April kam, die in den letzten zehn Jahren jeweils dann verzeichnet wurden, wenn Ostern auf März (z. B. 2008 und 2013) bzw. Anfang April (z. B. 2010 und 2015) fiel. Durch die Bereinigung um den Ostereffekt verringerte sich die Standardabweichung der Monatsraten von 0,13 Prozentpunkten auf 0,08 Prozentpunkte, wobei die stärkste monatliche Veränderung für April 2013 verbucht wurde (von -0,41 % auf 0,06 %).

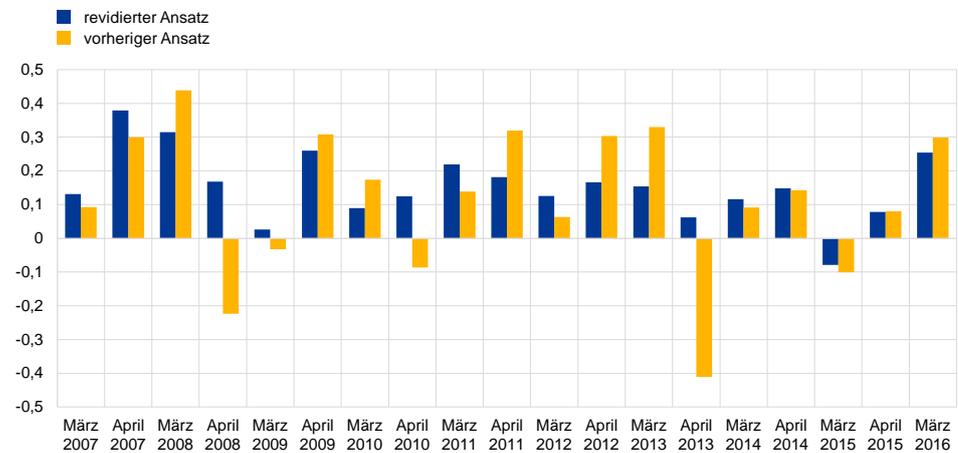
² Die entsprechenden Daten im Statistikeil des Wirtschaftsberichts stehen ab Mitte Mai 2016 nach der neuen Methodik zur Verfügung.

³ Die Schätzung des Ostereffekts im HVPI des Euroraums für Dienstleistungen basiert auf dem Ostertermin der katholischen bzw. evangelischen Kirche. Der komplexe und ausgeprägte Ostereffekt in Deutschland wird von der Bundesbank gesondert berechnet und gemeldet.

Abbildung A

HVPI für Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet im März und April

(monatliche Änderungsraten; in %; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Verbesserungen beim HVPI für Industrieerzeugnisse ohne Energie

Die Saisonbereinigung der Industrieerzeugnisse ohne Energie wurde durch eine explizite Behandlung verschiedener statistischer Brüche verbessert (siehe Abbildung B). Einer dieser Brüche ergab sich aus der Einführung einer harmonisierten Behandlung von Preisnachlässen⁴ in EU-Mitgliedstaaten im Jahr 2001.⁵ Seit dem Jahr 2001 werden die Ausverkaufspreise für Bekleidung und Schuhe in den HVPIs der Euro-Länder umfassend berücksichtigt, was in der Regel zu Rückgängen während der traditionellen Schlussverkaufsphasen zum Ende der Winter- bzw. Sommersaison führt. Ein weiterer Bruch war durch die Einführung der HVPI-Verordnung über die Behandlung saisonaler Erzeugnisse im Jahr 2011 bedingt.⁶ Hieraus resultierten stärker ausgeprägte Saisonmuster, die in erster Linie auf die statistische Behandlung der Preise für nicht mehr saisongemäße Bekleidung zurückzuführen waren, da diese nicht mehr fortgeschrieben werden.

⁴ Verordnung (EG) Nr. 2601/2000 der Kommission.

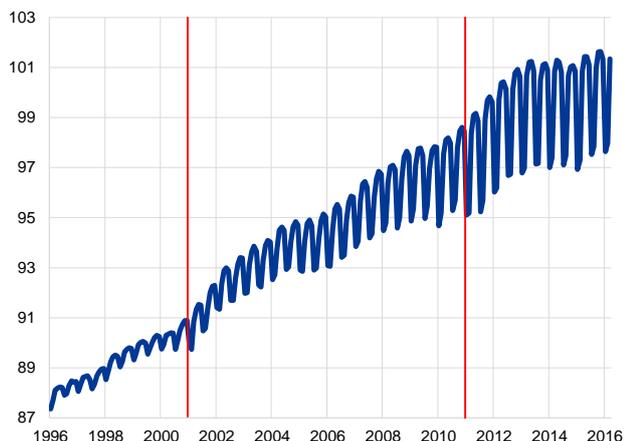
⁵ Ab dem Jahr 2000 in Belgien, Spanien und Italien.

⁶ HVPI-Verordnung Nr. 33/2009 über die Behandlung saisonaler Erzeugnisse. Siehe hierzu auch EZB, Methodische Änderungen bei der Erstellung des HVPI und deren Einfluss auf die aktuellen Daten, Kasten 3, Monatsbericht April 2011.

Abbildung B

HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie im Euro-Währungsgebiet

(2015 = 100; nicht bereinigt)



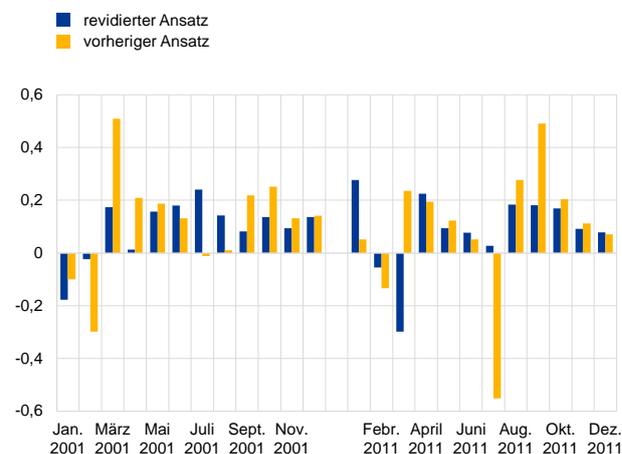
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die senkrechten Linien beziehen sich auf die Jahre mit größeren methodischen Änderungen.

Abbildung C

HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie im Euro-Währungsgebiet nach den statistischen Brüchen 2001 und 2011

(monatliche Änderungsraten; in %; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Ohne Bereinigung um statistische Brüche wies der saisonbereinigte HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie im Euroraum unerwünschte Schwankungen in den Phasen vor und nach den Brüchen auf. Die Saisonbereinigung wurde durch eine Untergliederung der Zeitreihen in drei Zeitsegmente – bis Dezember 2000, von Januar 2001 bis Dezember 2010 und ab Januar 2011 – verbessert.⁷ Abbildung C zeigt, dass hierdurch Verzerrungen der saisonbereinigten Daten in Phasen vor und nach statistischen Brüchen vermieden werden.

Kombinierter Effekt auf den HVPI insgesamt

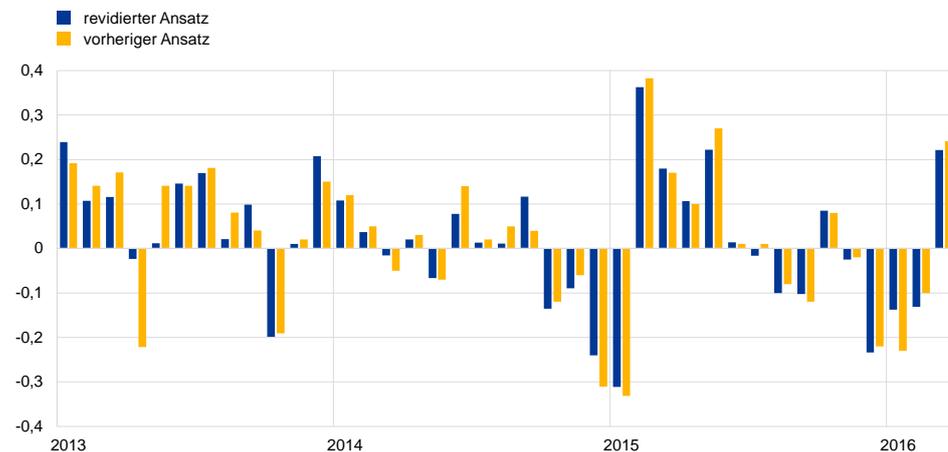
Durch das überarbeitete Saisonbereinigungsverfahren und die Einführung einer Bereinigung um den Ostereffekt konnten saisonbereinigte HVPIs für das Eurogebiet erstellt werden, die für Analyse- und Prognosezwecke von größerem Nutzen sind. Eine angemessene Schätzung der Saison- und Kalendereinflüsse leistet einen wichtigen Beitrag zur Beobachtung der kurzfristigen Inflationsentwicklung und kann die Unsicherheit hinsichtlich der Prognostizierung der HVPI-Inflation, die durch solche Effekte beeinflusst wird, verringern. Die Einführung einer Bereinigung um Ostereffekte und eine explizite Behandlung statistischer Brüche hat die Qualität der bereinigten Indizes erhöht. Gleichwohl sind die Differenzen zwischen den monatlichen Änderungsraten des HVPI-Gesamtindex vor und nach der Überarbeitung des Verfahrens gering (in absoluter Rechnung

⁷ Das Statistikamt in Spanien hat für den HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie eine Rückrechnung bis zum Jahr 2010 durchgeführt. In ihrer Überarbeitung der Saisonbereinigung behandelt die EZB den spanischen HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie daher gesondert.

durchschnittlich 0,04 Prozentpunkte). Die größten Unterschiede sind um die Osterfeiertage herum zu beobachten (siehe Abbildung D).

Abbildung D HVPI insgesamt für das Euro-Währungsgebiet

(monatliche Änderungsraten; in %; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

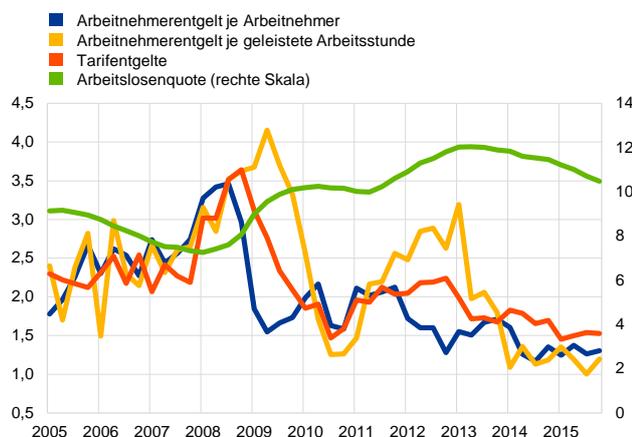
Kasten 2

Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet

Trotz eines sich verbessernden Arbeitsmarktumfelds ist das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet relativ schwach geblieben. Im vierten Quartal 2015 lag der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gegenüber dem Vorjahr bei 1,3 %. Dies ist eine der niedrigsten Steigerungsraten seit Beginn der Währungsunion. Der Anstieg der Tariflöhne fiel zwar robuster aus, bewegte sich 2015 jedoch ebenfalls auf einem historisch niedrigen Niveau. Unterdessen ist die – nach wie vor hohe – Arbeitslosenquote seit dem zweiten Quartal 2013 rückläufig, was auf eine geringere Unterauslastung am Arbeitsmarkt hindeutet.

Abbildung A
Lohnwachstum und Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quote in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Das Lohnwachstum war nicht nur niedrig, sondern blieb auch konstant hinter den vorhergesagten Werten zurück. Abbildung B zeigt den prognostizierten Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gemäß verschiedenen von Experten des Eurosystems bzw. der EZB seit 2013 erstellten Projektionen. Das prognostizierte Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (angezeigt durch die grauen Linien) liegt jeweils über den tatsächlich verzeichneten Zahlen (dargestellt durch die schwarze Linie). Dieses Vergleichsmuster verdeutlicht, dass die tatsächlichen Zunahmen des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer überraschend niedrig ausfielen.

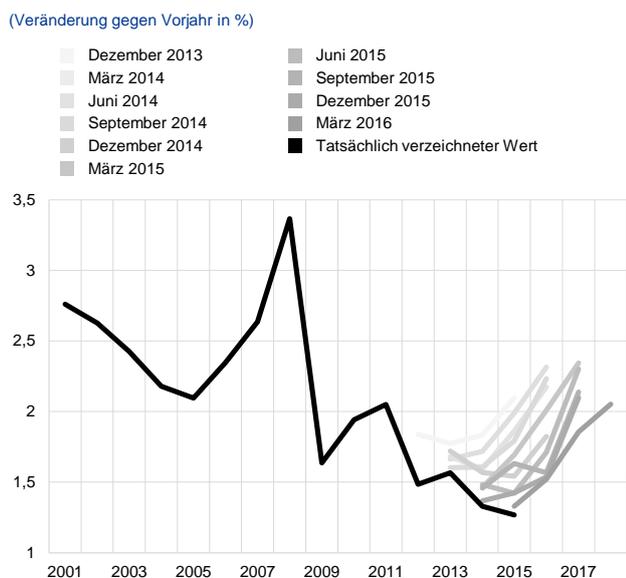
Die negativen Prognosefehler beim Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gingen mit positiven Prognosefehlern beim Beschäftigungswachstum einher (siehe Abbildung C). So zeigte sich der Beschäftigungsanstieg

in den zurückliegenden Quartalen höher als erwartet, und die Arbeitslosenquote nahm schneller als in den Projektionen vorhergesagt ab. Der positiv überraschende Beschäftigungszuwachs und die über den Erwartungen liegende Lohnzurückhaltung könnten unter anderem mit strukturellen Arbeitsmarktreformen im Zusammenhang stehen, die auf eine Erhöhung der Arbeitsmarktflexibilität und eine Verringerung der nominalen Rigiditäten ausgerichtet sind.

Die verbleibende hohe Unterauslastung stellt dabei einen Schlüsselfaktor dar, der die Lohninflation nach unten drückt. Auch wenn sich die Lage am Arbeitsmarkt im Euroraum aufhellt, verweist die hohe Arbeitslosenquote nach wie vor auf ein reichliches Angebot an Arbeitskräften. Die Messung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt ist mit hoher Unsicherheit behaftet, und die beobachtete Arbeitslosenquote könnte das tatsächliche Maß an Unterbeschäftigung in der Volkswirtschaft

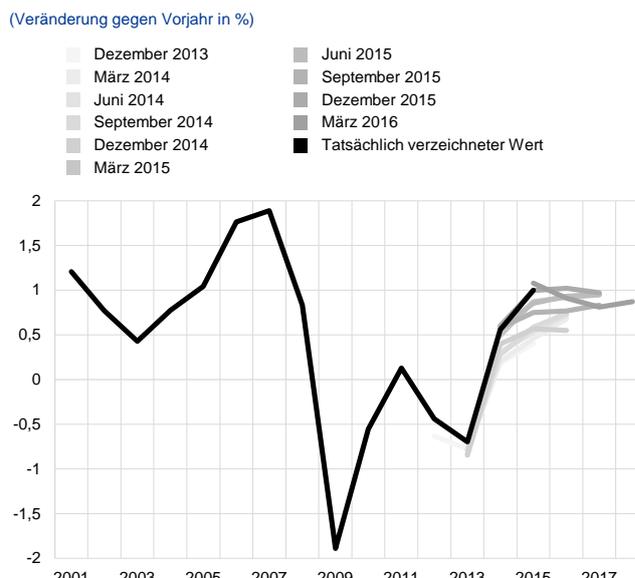
unterzeichnen. So sind beispielsweise der Anteil der Unterbeschäftigten (Teilzeitbeschäftigte mit dem Wunsch nach zusätzlichen Arbeitsstunden) und der Anteil der entmutigten Erwerbspersonen während der Krise in die Höhe gegangen,¹ was sich in der beobachteten Arbeitslosenquote nicht vollständig widerspiegelt.

Abbildung B
Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die durchgezogene schwarze Linie gibt die Entwicklung auf der Basis historischer Eurostat-Daten wieder, während sich die grauen Linien auf den Prognosepfad in ausgewählten Stabsprojektionen beziehen.

Abbildung C
Beschäftigungswachstum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die durchgezogene schwarze Linie gibt die Entwicklung auf der Basis historischer Eurostat-Daten wieder, während sich die grauen Linien auf den Prognosepfad in ausgewählten Stabsprojektionen beziehen.

Darüber hinaus könnten die seit der Krise eingeführten Arbeitsmarktreformen die Funktionsweise des Arbeitsmarkts verändert haben. Ziel dieser Reformen war es, die Löhne reagibler gegenüber den Arbeitsmarktbedingungen zu machen, indem Lohnindexierungen abgeschafft und der Beschäftigungsschutz gelockert wurden. Tatsächlich liegen Belege dafür vor, dass sich die Abwärtsrigiditäten bei den Löhnen mit zunehmender Krisendauer verminderten.² Solange sich die Arbeitsmärkte noch im Prozess der Anpassung befinden, haben die Arbeitsmarktreformen zur Konsequenz, dass eine rückläufige Unterauslastung für eine gewisse Zeit von niedrigem Lohnwachstum begleitet wird. Darüber hinaus ist es denkbar, dass sich nominale Rigiditäten der Vergangenheit in der aktuellen Lohnentwicklung widerspiegeln. So könnten nominale Abwärtsrigiditäten während des Abschwungs eine ausreichende Anpassung der Löhne an die tatsächlich vorhandene Unterauslastung blockiert und somit ein stärkeres Anziehen der Löhne während des Aufschwungs verhindert haben.

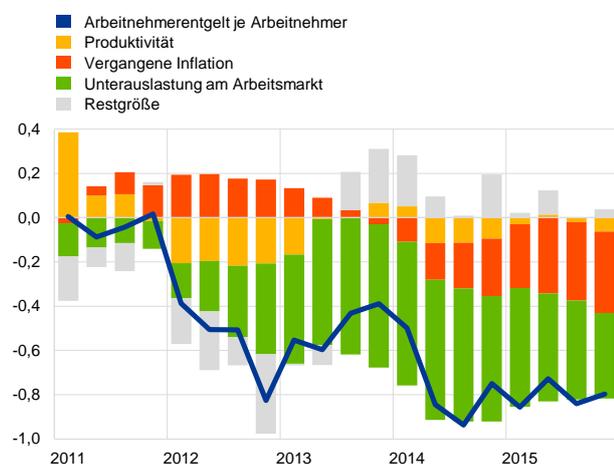
¹ Siehe EZB, Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets, Occasional Paper Series, Nr. 159, Kapitel 2.4, 2015. Die entmutigten Erwerbspersonen gehen nicht in die Arbeitslosenstatistik ein und fallen somit aus der Berechnung der Arbeitslosigkeitslücke heraus.

² Siehe R. Anderton und B. Bonthuis, Downward Wage Rigidities in the Euro Area, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy (GEP), Discussion Papers Series, Nr. 2015/09, 2015.

Abbildung D

Beiträge zum Lohnwachstum auf der Basis eines Phillips-Kurven-Modells

(Abweichungen vom Mittelwert der Vorjahrsraten; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Referenzzeitraum ist 1995 bis 2015. Grundlage ist eine Gleichung, in der eine Regression des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (annualisierte vierteljährliche Wachstumsrate der saisonbereinigten Zeitreihen) auf den eigenen Nachlauf, die verzögerte Inflation, die Produktivität je Arbeitnehmer, die verzögerte Arbeitslosenquote und eine Konstante vorgenommen wird. Abgeleitet wurden die Beiträge nach dem Ansatz bei J. L. Yellen, Inflation Dynamics and Monetary Policy, Rede anlässlich der Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, Massachusetts, am 24. September 2015.

Das von niedriger Inflation geprägte Umfeld dürfte ebenfalls zum verhaltenen Lohnwachstum beigetragen haben.

Die geringe Inflation, die in hohem Maße auf die niedrigen Ölpreise zurückzuführen ist, könnte Auswirkungen auf den Lohnfindungsprozess haben, da die Arbeitnehmer womöglich nicht auf höhere Löhne drängen, wenn ihr Realeinkommen durch sinkende Energiepreise gesteigert wird. Niedrige Teuerungsraten könnten das Lohnwachstum über formelle und informelle Lohnindexierungsmechanismen oder über die Erwartungsbildung beeinflussen. Die Entflechtung dieser beiden Kanäle stellt eine Herausforderung dar, auch aufgrund fehlender Daten zu den Erwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen, die im Lohnfindungsprozess die zentrale Rolle spielen.

Abbildung D zeigt die Beiträge der Schlüsselgrößen für das Lohnwachstum zum Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf der Grundlage eines Standardmodells der Phillips-Kurve.³ In diesem Modell wird davon ausgegangen, dass die vergangene Inflation in die Lohnfindung einfließt (wobei aber die Modellspezifikationen die Bedeutung früherer

Teuerungsraten für die Lohnfindung überzeichnen können). Die Ergebnisse deuten auf Folgendes hin: a) die Unterauslastung am Arbeitsmarkt übt seit Beginn der Finanzkrise einen erheblichen – wenngleich nachlassenden – negativen Einfluss auf das Lohnwachstum aus, b) die aktuellen Inflationszahlen beeinträchtigen ebenfalls den Lohnzuwachs und c) das schwache Produktivitätswachstum belastet die Löhne.

Die Struktur des Beschäftigungsaufbaus in der jüngeren Zeit könnte ebenfalls zum geringen Produktivitäts- und Lohnwachstum im Eurogebiet beigetragen haben.

Seit dem zweiten Quartal 2013 hat sich der Beschäftigungsaufbau im Euroraum in Sektoren mit niedriger Produktivität (wie z. B. unternehmensbezogenen Dienstleistungen oder Handels- und Verkehrsdienstleistungen) dynamischer entwickelt als in anderen Bereichen.⁴ Da in diesen Sektoren in relativer Betrachtung tendenziell geringere Lohnniveaus und niedrigere Lohnsteigerungsraten vorherrschen, zieht der genannte Beschäftigungsstruktureffekt das durchschnittliche Lohnwachstum nach unten.

³ Die Messgröße für die Unterauslastung ist die Arbeitslosenquote, die die Bedeutung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt für die Lohnbildung überzeichnen kann, wenn die Annahme zugrunde gelegt wird, dass die natürliche Arbeitslosenquote nach der Krise gestiegen ist.

⁴ Ausführlichere Angaben zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet finden sich in: EZB, Gründe für den jüngsten Anstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

Mit zunehmender Konjunkturdynamik und fortschreitendem Rückgang der Unterauslastung am Arbeitsmarkt ist davon auszugehen, dass sich der Aufwärtsdruck auf die Löhne intensivieren wird. Die jüngsten, im März veröffentlichten Stabsprojektionen der EZB deuten darauf hin, dass das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im laufenden Jahr moderat steigen und bis 2018 im Gefolge der graduellen Erholung des realen BIP des Euroraums auf 2,1 % anziehen dürfte.

Kasten 3

Die zweite Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte

Am 10. März 2016 kündigte der EZB-Rat eine weitere Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) an, die den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB untermauern und die Transmission der Geldpolitik verbessern werden. Die neuen Geschäfte bieten den Banken eine langfristige Finanzierung zu attraktiven Konditionen. Dadurch sollen die Kreditbedingungen für den privaten Sektor weiter gelockert und die Kreditvergabe an die Realwirtschaft angekurbelt werden. Im Verbund mit den anderen eingesetzten Sondermaßnahmen werden die GLRG II zu einer Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % beitragen.

Die GLRG II umfassen vier Geschäfte, die im vierteljährlichen Abstand von Juni 2016 bis März 2017 durchgeführt werden. Geschäftspartner¹ können im Rahmen der GLRG II insgesamt Mittel in Höhe von bis zu 30 % eines bestimmten anrechenbaren Teils ihrer am 31. Januar 2016 ausstehenden Kredite² aufnehmen, abzüglich etwaiger zum Durchführungszeitpunkt der GLRG II noch ausstehender Beträge aus den ersten beiden GLRGs des Jahres 2014. Die maximale Mittelbereitstellung im Rahmen dieser Geschäfte wird auf rund 1,6 Billionen € geschätzt.³ Wie schon die Inanspruchnahme der ersten Reihe der GLRGs (GLRG I) gezeigt hat, kann dieser Betrag jedoch nicht mit der erwarteten Mittelaufnahme der GLRG II gleichgesetzt werden. Eine vollständige Inanspruchnahme würde voraussetzen, dass alle Banken mit anrechenbaren Krediten eine Teilnahme an den GLRG II beantragen (wofür eine optimale Bildung von Bietergruppen erforderlich wäre) und die ihnen in den ersten beiden GLRG I im Jahr 2014 zugeteilten Beträge zuvor komplett zurückzahlen. Darüber hinaus werden die Banken die Attraktivität der neuen Geschäfte unter Berücksichtigung der am Markt vorherrschenden Bedingungen, etwaiger geplanter Emissionen, ihres allgemeinen Finanzierungsbedarfs und ihrer Aussichten für die Kreditvergabe prüfen.

Die bisherige Erfahrung mit gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zeigt, dass diese in der Regel das Durchwirken niedrigerer Leitzinsen auf die Kreditbedingungen des nichtfinanziellen privaten Sektors unterstützen. GLRGs wurden erstmals im Rahmen des im Juni 2014 beschlossenen Maßnahmenpakets zur Stimulierung der Kreditvergabe durchgeführt.

¹ Wie in der ersten Serie von GLRGs können die Geschäftspartner einzeln oder – unter bestimmten Bedingungen – in Bietergruppen an den GLRG II teilnehmen.

² Wie in der ersten Serie von GLRGs sind die anrechenbaren Kredite definiert als Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum ohne Wohnungsbaukredite.

³ Noch nicht zurückgezahlte Beträge, die während der ersten beiden, im Jahr 2014 durchgeführten GLRGs aufgenommen wurden, reduzieren das genannte Kreditlimit entsprechend. Derzeit belaufen sich diese noch ausstehenden Beträge auf 212 Mrd €.

Nach dessen Ankündigung war ein deutlicher Rückgang der Kreditzinsen der nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet zu beobachten; das Paket hatte niedrigere Refinanzierungskosten für die Banken zur Folge, die diesen Vorteil wiederum an die Kreditnehmer weitergaben (siehe Abbildung 11 in Abschnitt 5). Dabei war der Zinsrückgang in den anfälligen Mitgliedstaaten, wo die Kreditzinsen im Vergleich zum Rest des Eurogebiets recht hoch gewesen waren, besonders stark ausgeprägt. Außerdem scheinen die an den GLRG I teilnehmenden Geschäftspartner in besagten Ländern ihre Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen stärker gesenkt zu haben als die nicht teilnehmenden Banken.⁴ Dies deckt sich mit den Ergebnissen der Umfragen zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (vom Januar 2015, Juli 2015 und Januar 2016), in denen die Mehrheit der befragten Institute angab, die in den GLRG I aufgenommenen Mittel insbesondere zur Ausreichung von Unternehmens- und Konsumentenkrediten verwenden zu wollen.

Die Wirksamkeit der GLRG II wird sich in erster Linie an der tatsächlichen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für Endkreditnehmer in der Realwirtschaft messen lassen. Wie die Erfahrung mit den GLRG I zeigt, ist die Höhe der zugewiesenen Liquidität nur eines der Kriterien für den voraussichtlichen Erfolg dieser Geschäfte, wobei eine weitreichende Beteiligung an den GLRG II durchaus wünschenswert ist. Allein die Tatsache, dass Banken dank der GLRG II die Möglichkeit haben, sich langfristig zu niedrigen Zinsen zu finanzieren, dürfte – in Verbindung mit den sonstigen eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen – zur einer allgemeinen Verbesserung der Refinanzierungsbedingungen führen und die Kosten der marktbasierter Finanzierung der Banken senken. Es wird erwartet, dass die Banken diesen Kostenvorteil – wie bereits bei den GLRG I der Fall – an ihre Kreditnehmer weitergeben.

Alle GLRG II haben eine Laufzeit von vier Jahren ab Abwicklung und sehen nach zwei Jahren eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung vor. Die lange Laufzeit bietet den Geschäftspartnern Finanzierungssicherheit sowie die Möglichkeit, eine größere Übereinstimmung zwischen der Laufzeit ihrer Finanzierung und der ihrer für Investitionsausgaben in der Realwirtschaft vergebenen Kredite herbeizuführen. Zugleich sind die Operationen flexibel ausgestaltet, da die Geschäftspartner die über die GLRG II aufgenommenen Mittel in vierteljährlichem Rhythmus, beginnend zwei Jahre nach der Abwicklung des jeweiligen Geschäfts, zurückzahlen können. Anders als bei den GLRG I wird es keine vorzeitigen Pflichtrückzahlungen geben. Außerdem werden die Geschäftspartner im Juni 2016, unmittelbar vor Abwicklung des ersten GLRG II, eine zusätzliche freiwillige Rückzahlungsmöglichkeit für alle dann ausstehenden GLRG-I-Beträge erhalten. Auf diese Weise können sie ihre gegebenenfalls in den GLRG I aufgenommenen Finanzierungsmittel auf die GLRG II übertragen und somit von den günstigeren Bedingungen dieser neuen Geschäfte profitieren.

⁴ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

Der Preissetzungsmechanismus der GLRG II soll Anreize für die Banken schaffen, die ihnen gebotenen günstigen Finanzierungsbedingungen an die Endkreditnehmer weiterzugeben.

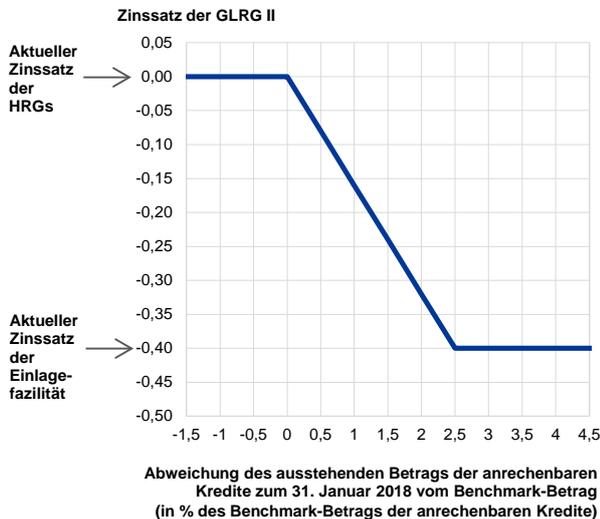
Der Zinssatz, zu dem sich die Geschäftspartner im Rahmen der GLRG II Mittel beschaffen können, hängt von ihrem jeweiligen Kreditvergabemuster ab (siehe Abbildung A).⁵ Der Höchstzinssatz für die GLRG II entspricht bei jedem Geschäft dem zum Zeitpunkt der Zuteilung geltenden Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs). Allerdings zahlen Geschäftspartner für die gesamte Laufzeit des Geschäfts einen niedrigeren Zinssatz, wenn ihre anrechenbare Nettokreditvergabe im Zeitraum vom 1. Februar 2016 bis zum 31. Januar 2018 eine individuell auf Basis ihres jeweiligen historischen Kreditvergabemusters berechnete Benchmark (siehe nachfolgende Erläuterungen) übersteigt. Für Geschäftspartner mit ausreichend hoher Kreditvergabe kann der GLRG-II-Satz sogar bis auf den zum Zeitpunkt der Inanspruchnahme geltenden Zinssatz für die Einlagefazilität sinken, sofern die Benchmark für den Bestand der anrechenbaren Kredite zum 31. Januar 2018 um insgesamt 2,5 % überschritten wird. Bis zu dieser Grenze wird die Zinsermäßigung linear gestaffelt, und zwar in Abhängigkeit vom Prozentsatz, um den ein Geschäftspartner seine Benchmark übersteigt. Folglich wird allen Geschäftspartnern, die eine positive anrechenbare Kreditvergabe oder eine im Vergleich zu den zwölf Monaten vor dem 31. Januar 2016 höhere Kreditvergabe vorweisen können, ein Zinssatz unterhalb des bei Zuteilung geltenden Hauptrefinanzierungssatzes berechnet.

⁵ Die genauen technischen Einzelheiten zu den GLRG II, einschließlich der Berechnungsmethode des anzuwendenden Zinssatzes, sind dem einschlägigen Rechtsakt zu entnehmen.

Abbildung A

Veranschaulichung des Zinssatzes der GLRG II

(in % p. a.)



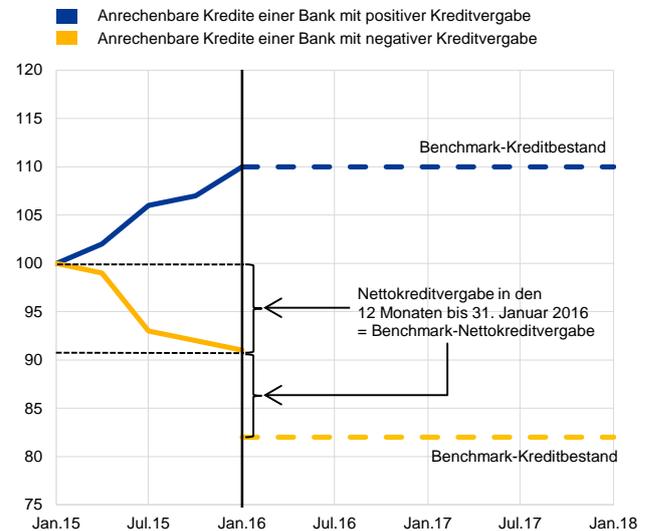
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht den Zinssatz, der für zum gegenwärtigen Leitzinsniveau durchgeführte GLRG II zur Anwendung kommt. Gelten zum Durchführungzeitpunkt eines GLRG II andere Sätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Einlagefazilität, sind diese für die Zinsberechnung maßgeblich. Anpassungen des ausstehenden Betrags der anrechenbaren Kredite, die sich z. B. durch Kreditverkäufe und den Erwerb von Verbriefungen ergeben, werden in der Abbildung nicht berücksichtigt.

Abbildung B

Veranschaulichung der Benchmarks der GLRG II

(in Mio €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Anpassungen des ausstehenden Betrags der anrechenbaren Kredite, die sich z. B. durch Kreditverkäufe und den Erwerb von Verbriefungen ergeben, werden in der Abbildung nicht berücksichtigt.

Die Benchmarks für die einzelnen Geschäftspartner hängen vom jeweiligen Kreditvergabemuster in den zwölf Monaten bis zum 31. Januar 2016 ab. Die Benchmark-Nettokreditvergabe für Geschäftspartner, die in diesem Zeitraum per saldo eine positive Kreditvergabe aufwiesen, liegt bei null. Die Richtgröße für Geschäftspartner mit negativer anrechenbarer Nettokreditvergabe entspricht der tatsächlichen in diesem Zeitraum anrechenbaren Nettokreditvergabe. Das Konzept der Benchmark-Kreditvergabe wird in Abbildung B mithilfe eines stilisierten Beispiels für zwei Geschäftspartner veranschaulicht, von denen einer im Referenzzeitraum eine positive und einer eine negative Kreditvergabe aufweist. Bei dem Geschäftspartner mit positiver Nettokreditvergabe (blaue Linie) liegt die Benchmark-Nettokreditvergabe bei null, sodass der Benchmark-Kreditbetrag dem tatsächlichen Betrag der zum 31. Januar 2016 ausstehenden Kredite entspricht. Demgegenüber ergibt sich für den Geschäftspartner mit negativer Nettokreditvergabe (gelbe Linie) eine Benchmark-Nettokreditvergabe in Höhe des negativen Nettokreditstroms im zwölfmonatigen Referenzzeitraum. Der von den Geschäftspartnern zu übertreffende Benchmark-Kreditbestand entspricht also dem Betrag der zum 31. Januar 2016 ausstehenden Kredite zuzüglich des (negativen) Nettokreditstroms im Referenzzeitraum.

Tabelle A

Stilisierte Beispiele für die Benchmarks der GLRG II

(in Mio €)

Geschäftspartner	Anrechenbare Nettokreditvergabe 1. Februar 2015 – 31. Januar 2016	Ausstehender Betrag der anrechenbaren Kredite zum 31. Januar 2016	Benchmark- Nettokreditvergabe	Benchmark-Betrag der ausstehenden Kredite
A, B, C	50	1 000	0	1 000
D, E, F	-40	1 000	-40	960

Quelle: EZB.

Der Preissetzungsmechanismus lässt sich anhand einiger stilisierter Beispiele veranschaulichen.⁶ Tabelle A enthält stilisierte Beispiele für drei Geschäftspartner,

die im Zwölfmonatszeitraum bis zum 31. Januar 2016 eine positive anrechenbare Nettokreditvergabe aufwiesen (Geschäftspartner A, B und C), sowie für drei Geschäftspartner mit entsprechend negativer Nettokreditvergabe (Geschäftspartner D, E und F). Die Benchmark-Nettokreditvergabe der Geschäftspartner A, B und C beträgt null, da ihre Nettokreditvergabe im Referenzzeitraum positiv war. Bei den Geschäftspartnern D, E und F entspricht die Benchmark hingegen ihrer tatsächlichen Nettokreditvergabe im Referenzzeitraum, d. h. im vorliegenden Beispiel -40 Mio EUR, weil ihre Kreditvergabe in den zwölf Monaten bis zum 31. Januar 2016 per saldo negativ war.

In Tabelle B wird unterstellt, dass Geschäftspartner A für den Zeitraum vom 1. Februar 2016 bis zum 31. Januar 2018 eine positive Nettokreditvergabe in Höhe von 30 Mio € verbucht. Damit übertrifft er den für ihn geltenden Benchmark-Betrag an ausstehenden Krediten (hier mit 1 000 Mio € angesetzt) um 3,0 % und erhält infolgedessen den geringstmöglichen Zinssatz (-0,40 %), d. h. den aktuellen Zinssatz der Einlagefazilität (alle Beispiele in Tabelle B wurden auf Basis des aktuellen Hauptrefinanzierungssatzes bzw. des aktuellen Einlagesatzes berechnet). Geschäftspartner B verfehlt im selben Zeitraum aufgrund einer negativen Nettokreditvergabe von -10 Mio € seine Benchmark-Vorgabe und bekommt für seine Kreditaufnahme im Rahmen der GLRG II den maximalen Zinssatz von 0,00 % zugewiesen, d. h. den aktuellen HRG-Zinssatz. Geschäftspartner C weist eine positive Nettokreditvergabe in Höhe von 10 Mio € auf und hält somit den Richtwert für die Nettokreditvergabe ein. Da er jedoch die Benchmark für den ausstehenden Betrag an anrechenbaren Krediten lediglich um 1,0 % übertrifft und nicht um 2,5 % oder mehr, wie es für den Erhalt des niedrigsten Zinssatzes erforderlich wäre, wird ihm im Rahmen der GLRG II ein Zinssatz von -0,16 % berechnet. Dies entspricht 40 % der Differenz zwischen dem aktuellen Zinssatz der Einlagefazilität (-0,40 %) und dem aktuellen HRG-Zinssatz (0,00 %), denn der Geschäftspartner hat seine Benchmark-Vorgabe nur um 40 % des Betrags überschritten, der notwendig gewesen wäre, um den minimalen GLRG-II-Satz zugewiesen zu bekommen.

Geschäftspartner D weist vom 1. Februar 2016 bis zum 31. Januar 2018 eine Nettokreditvergabe von -10 Mio € auf. Damit übertrifft er seine Benchmark für den

⁶ Alle Angaben sind gerundet. Die genaue Anzahl der zu berücksichtigenden Dezimalstellen ist dem einschlägigen Rechtsakt zu den GLRG II zu entnehmen.

ausstehenden Betrag an anrechenbaren Krediten (die in diesem Beispiel bei 960 Mio € liegt) um 3,1 % und erhält somit den geringstmöglichen Zinssatz von -0,40 %. Geschäftspartner E verfehlt hingegen mit einer anrechenbaren Nettokreditvergabe von -50 Mio € im genannten Zeitraum seine individuelle Benchmark-Vorgabe. In diesem Fall kommt bei den GLRG II der HRG-Zinssatz von 0,00 % zur Anwendung. Geschäftspartner F schließlich überschreitet mit einer Nettokreditvergabe von -35 Mio € den Benchmark-Betrag für seine ausstehenden Kredite um 0,5 %, was nur 20 % des Überschussbetrags, der zum Erhalt des minimalen GLRG-II-Satzes berechtigen würde, entspricht. Demzufolge wird ihm in den GLRG II ein Zinssatz von -0,08 % berechnet, d. h. 20 % der Differenz zwischen dem aktuellen Einlagesatz (-0,40 %) und dem aktuellen HRG-Zinssatz (0,00 %).

Tabelle B

Stilisierte Beispiele für die Anwendung des Preissetzungsmechanismus der GLRG II

Geschäftspartner	Anrechenbare Nettokreditvergabe 1. Februar 2016 – 31. Januar 2018 <i>(in Mio €)</i>	Prozentuale Abweichung vom Benchmark-Betrag <i>(in %)</i>	Zinssatz der GLRG II <i>(in % p. a.)</i>
A	30	3,0	-0,40
B	-10	-1,0	0,00
C	10	1,0	-0,16
D	-10	3,1	-0,40
E	-50	-1,0	0,00
F	-35	0,5	-0,08

Quelle: EZB.

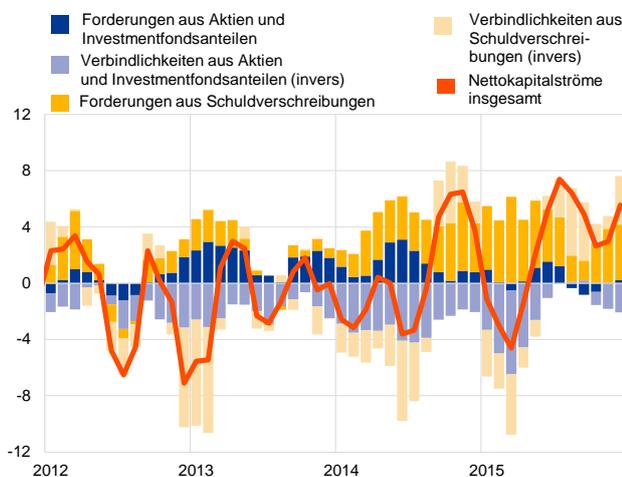
Kasten 4

Umschwung bei den grenzüberschreitenden Kapitalströmen im Wertpapierverkehr des Euro-Währungsgebiets

Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Entwicklungen bei den Wertpapieranlagen in der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets beschrieben. Der im Jahr 2015 in der Zahlungsbilanz des Euroraums ausgewiesene Leistungsbilanzüberschuss spiegelte sich in der Kapitalbilanz überwiegend in Form von Nettokapitalabflüssen bei den Wertpapieranlagen wider.

Abbildung A
Aufschlüsselung der grenzüberschreitenden Kapitalströme im Wertpapierverkehr des Euro-Währungsgebiets

(in % des BIP; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokäufe (-verkäufe) von Wertpapieren gebietsfremder Emittenten durch Anleger des Euro-Währungsgebiets. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver (negativer) Wert Nettoverkäufe (-käufe) von Wertpapieren gebietsansässiger Emittenten durch gebietsfremde Anleger an. Bei den Nettokapitalströmen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokapitalabflüsse (-zuflüsse) aus dem (in das) Euro-Währungsgebiet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2015.

Im Jahr 2015 verzeichnete der Euroraum bei den Wertpapieranlagen per saldo Kapitalabflüsse, was überwiegend auf einen Umschwung hin zu Käufen von Schuldverschreibungen gebietsfremder Emittenten zurückzuführen war (siehe Abbildung A).

Ab Mitte 2014, als die EZB umfassende Maßnahmen zur Ankurbelung der Kreditvergabe einleitete, kauften die Anleger im Euroraum deutlich mehr ausländische Schuldverschreibungen, und zwar in einem Ausmaß, wie es seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise nicht mehr zu beobachten gewesen war. Seither sind die Ansässigen im Eurogebiet stete Nettokäufer gebietsfremder Schuldverschreibungen – überwiegend in Form von langfristigen Anleihen. Im ersten Quartal 2015, als die EZB ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) startete, kompensierten ausländische Anleger diese Kapitalabflüsse zum Teil durch substanzielle Nettokäufe von Schuldverschreibungen aus dem Euroraum. In der Folge trennten sich gebietsfremde Anleger allerdings per saldo auf breiter Front von Schuldverschreibungen des Eurogebiets. Die Verlagerung hin zu Schuldverschreibungen gebietsfremder Emittenten steht im Einklang mit den anhaltend negativen Zinsabständen des Eurogebiets gegenüber anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Nettokäufe von Aktien und

Investmentfondsanteilen des Euroraums durch gebietsfremde Anleger, die in den letzten Jahren ein beachtliches Ausmaß annahmen, erreichten im ersten Quartal 2015 einen Höchststand. Im Anschluss daran ebten die Zuflüsse ausländischer Mittel in Aktien und Investmentfondsanteile des Euroraums ab, was zu dem Umschwung hin zu Nettokapitalabflüssen aus dem Eurogebiet beitrug. Der Nettoerwerb von gebietsfremden Aktien und Investmentfondsanteilen durch Anleger des Euroraums ging 2015 auf ein niedriges Niveau zurück und hatte somit auf die

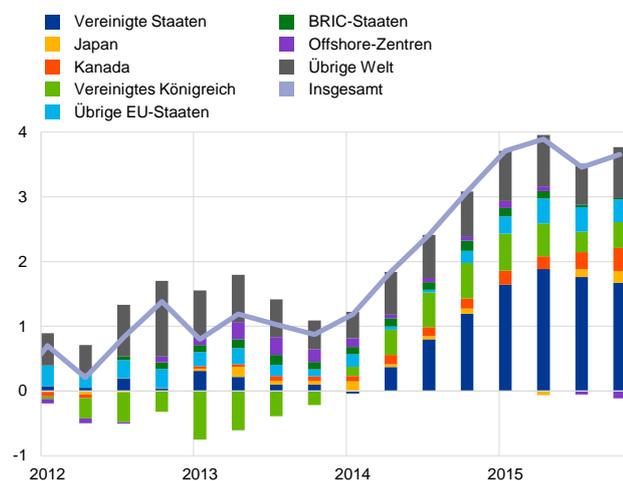
Gesamtentwicklung der Kapitalströme im Wertpapierverkehr keinen wesentlichen Einfluss.

Die 2015 verstärkt in gebietsfremde Schuldverschreibungen strömenden Mittel flossen insbesondere anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu (siehe Abbildung B). So entfielen im vergangenen Jahr rund 45 % des Nettoerwerbs ausländischer Schuldverschreibungen durch gebietsansässige Anleger auf die Vereinigten Staaten, 11 % auf das Vereinigte Königreich, je 10 % auf andere EU-Mitgliedstaaten und auf Kanada sowie 5 % auf Japan. Die Nettokäufe von Schuldverschreibungen brasilianischer, chinesischer, indischer und russischer Emittenten durch gebietsansässige Investoren versiegten im Laufe des Jahres 2015 – im Einklang mit dem rückläufigen Anlegervertrauen in diese Märkte – weitgehend. Da keine Angaben zur nationalen Herkunft der ausländischen Kapitalzuflüsse in das Eurogebiet verfügbar sind, werden ersatzweise Indizienbelege aus den im Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) des Internationalen Währungsfonds aufgezeigten Veränderungen des Auslandsvermögensstatus gegenüber dem Euroraum abgeleitet. Die Ergebnisse zeigen, dass vor allem Anleger aus Japan, dem Vereinigten Königreich und Dänemark ihre Bestände an Schuldverschreibungen aus dem Euroraum im ersten Halbjahr 2015 abbauten.¹

Abbildung B

Aufschlüsselung der Nettokäufe gebietsfremder Schuldverschreibungen durch Anleger des Euro-Währungsgebiets nach Ursprungsregion der Wertpapiere

(in % des BIP des Euro-Währungsgebiets; Vierquartalsdurchschnitte)

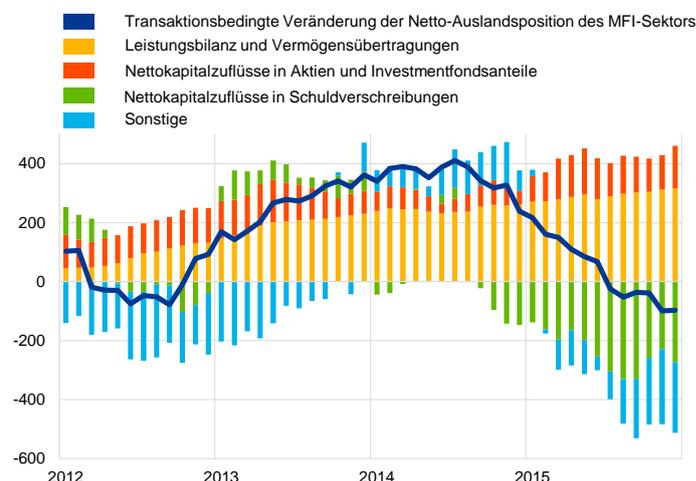


Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Die BRIC-Staaten umfassen Brasilien, China Indien und Russland; die Gruppe der „übrigen EU-Staaten“ umfasst die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums ohne das Vereinigte Königreich. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2015.

Abbildung C

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(gleitende Zwölfmonatssummen der monatlichen Ströme in Mrd €)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Ein positiver Wert steht für einen Nettokapitalzufluss bzw. einen Anstieg der MFI-Forderungen gegenüber Gebietsfremden. Alle Transaktionen beziehen sich auf den geldhaltenden Sektor. „Sonstige“ umfassen Nettokapitalzuflüsse in Form von Direktinvestitionen und anderen Investitionen, Transaktionen mit Finanzderivaten und Diskrepanzen zwischen der Zahlungsbilanz und der monetären Statistik sowie Restposten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2015.

¹ Die jüngsten CPIS-Daten beziehen sich auf das zweite Quartal 2015.

Die Umschichtungen der Nicht-MFIs zulasten von Schuldverschreibungen des Euroraums zehrten im Jahr 2015 zunehmend an der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors (siehe Abbildung C). In der Netto-Auslandsvermögensposition der MFIs spiegeln sich die Mittelströme aus Handelsgeschäften und Finanztransaktionen des geldhaltenden Sektors wider. Wie aus der monetären Darstellung der Zahlungsbilanz hervorgeht, hatten die Nettokapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen des geldhaltenden Sektors 2015 einen negativen Einfluss auf das jährliche M3-Wachstum im Eurogebiet. Umgekehrt wurde die Netto-Auslandsposition der MFIs im Euroraum weiterhin durch Transaktionen von Nicht-MFIs im Zusammenhang mit dem Leistungsbilanzüberschuss des Eurogebiets sowie in geringerem Maß mit Nettozuflüssen bei Aktien und Investmentfondsanteilen gestützt.

Aufsatz

Die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern und ihre Folgen für die Weltwirtschaft

Die Schwellenländer haben sich im aktuellen Jahrhundert als eine maßgebliche Triebkraft des weltweiten Wirtschaftswachstums und der ausländischen Nachfrage im Euro-Währungsgebiet gezeigt. Seit 2010 folgt das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften allerdings einem rückläufigen Trend. Zurückzuführen ist die schwächere Wachstumsdynamik zum Teil auf strukturelle Faktoren wie eine abnehmende Kapitalbildung, sinkende Produktivitätszuwächse und eine nachlassende weltweite Handelsintegration. Andere Faktoren, die das globale Wachstum dämpfen, sind die schleppende Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die die Auslandsnachfrage belastet, und der starke Einbruch der Rohstoffpreise, der vor allem den rohstoffexportierenden Volkswirtschaften zu schaffen macht, sowie die sich seit 2013 allmählich verschärfenden globalen Finanzierungsbedingungen. Außerdem ist es im Gefolge einer äußerst akkommodierenden Politik und einer Verschuldungsexpansion im privaten Sektor zu einer Erosion der Sicherheitspuffer und einem Anstieg der makroökonomischen Risiken gekommen. Die schwächere Konjunktur in den Schwellenländern hat bereits Spuren im Wachstum der Weltwirtschaft hinterlassen und auch die Ausfuhren des Euroraums (leicht) negativ beeinflusst. Teils aufgewogen werden diese Effekte allerdings durch den Schub bei den real verfügbaren Einkommen, der aus den gesunkenen Rohstoffpreisen resultiert. Beim Ausblick auf die zu erwartende Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken. Eine weitere umfassende und ausgeprägte konjunkturelle Abschwächung in den Schwellenländern könnte die Aussichten für die Weltwirtschaft merklich eintrüben.

1

Einleitung

Die seit einigen Jahren zu beobachtende deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern hat zahlreiche Prognostiker überrascht.¹ Von der Abkühlung betroffen ist eine Vielzahl von Staaten, wobei die zugrunde liegenden Ursachen von Land zu Land variieren. In einigen Ländern sind

¹ Der Schwerpunkt dieses Aufsatzes liegt auf einer Gruppe großer Schwellenländer: Ägypten, Argentinien, Brasilien, Chile, China, die Sonderverwaltungszone (SVZ) Hongkong, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela. Mitunter war wegen mangelnder Datenverfügbarkeit aber auch die Analyse kleinerer Gruppen erforderlich. Überdies variiert die statistische Abgrenzung aufstrebender Volkswirtschaften in Abhängigkeit vom Datenlieferanten, und die Länderzusammensetzung in den breiter gefassten Aggregaten anderer Institute kann differieren.

es strukturelle Wachstumshindernisse und makroökonomische Ungleichgewichte, die das Potenzialwachstum zusehends begrenzen, während andere Volkswirtschaften eine Anpassung an niedrigere Rohstoffpreise und rigidere externe Finanzierungsbedingungen durchleben.

Die Schwellenländer haben für die Weltwirtschaft zunehmend an Bedeutung gewonnen. In Kaufkraftparitäten gerechnet generieren die aufstrebenden Volkswirtschaften nahezu zwei Drittel des weltweiten BIP, sodass sich eine umfassende Konjunkturabkühlung in diesen Ländern als effektive Wachstumsbremse für die Weltwirtschaft auswirken könnte.

Dieser Aufsatz untersucht die Ursachen der Wachstumsabschwächung in den Schwellenländern und nimmt eine Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten und der Implikationen für die Weltkonjunktur und das Euro-Währungsgebiet vor. Im nachfolgenden Abschnitt werden die Umstände aufgezeigt, die das Fortkommen der Schwellenländer in den letzten Jahren behindert haben. In Abschnitt 3 erfolgt eine Beurteilung der Risiken für die Wirtschaftsaussichten. Im Blickpunkt steht dabei die mögliche Gefährdung der aufstrebenden Volkswirtschaften, sollten sich die externen Finanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund einer wachsenden Verschuldung verschärfen. Der letzte Abschnitt widmet sich der Rolle der Schwellenländer für die Weltwirtschaft und betrachtet die Übertragungswege zum Euroraum im Falle einer empfindlicheren Konjunkturabkühlung in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

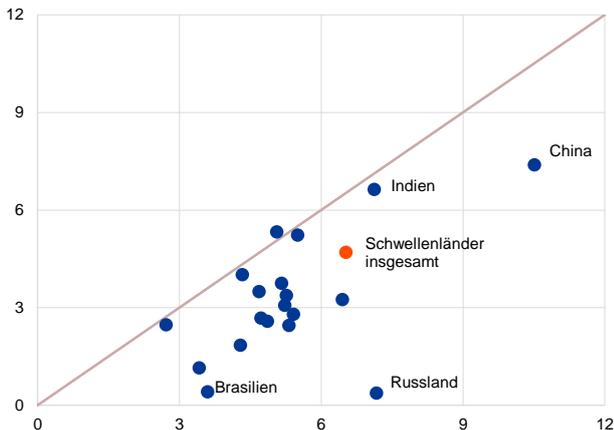
2 Bestimmungsfaktoren der Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern

Seit 2010 folgt das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften einem rückläufigen Trend. Dabei hatten die Schwellenländer die globale Finanzkrise vergleichsweise besser als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften überstanden. An die Krise schloss sich eine kräftige Erholung an, die 2010 in einem aggregierten BIP-Wachstum von 7,5 % kulminierte. Im vergangenen Jahr war allerdings bereits zum fünften Mal in Folge ein geringeres Wachstum zu verzeichnen. Das aggregierte BIP legte 2015 nurmehr um 4,0 % zu und blieb damit deutlich hinter den Wachstumsraten der Jahre vor der Finanzkrise zurück. Dabei war die Abkühlung auf breiter Front zu registrieren: Die Mehrzahl der großen Schwellenländer wies in den letzten drei Jahren ein Wachstum unterhalb der Zuwachsraten vor Ausbruch der Finanzkrise auf (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1

Durchschnittliches BIP-Wachstum in den großen Schwellenländern

(x-Achse: durchschnittliches reales BIP-Wachstum von 2000-2007; y-Achse: durchschnittliches reales BIP-Wachstum von 2012-2015; Veränderung gegen Vorjahr in %)

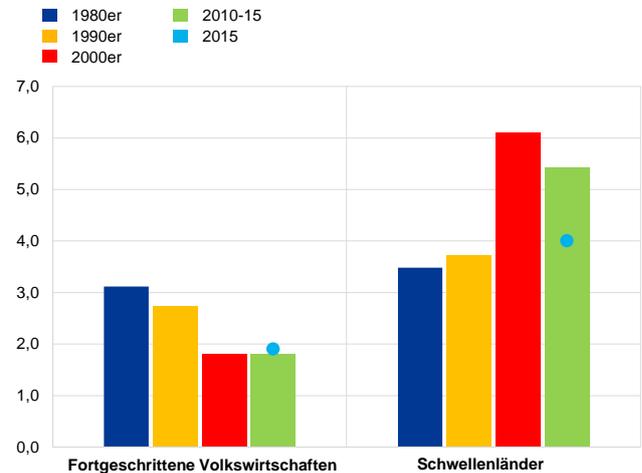


Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Länderkreis umfasst Ägypten, Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong (SVZ), Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand und die Türkei. Der Gesamtwert für die Schwellenländer ergibt sich aus dem zu Kaufkraftparitäten gewichteten Länderdurchschnitt.

Abbildung 2

Durchschnittliches BIP-Wachstum in den letzten Jahrzehnten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

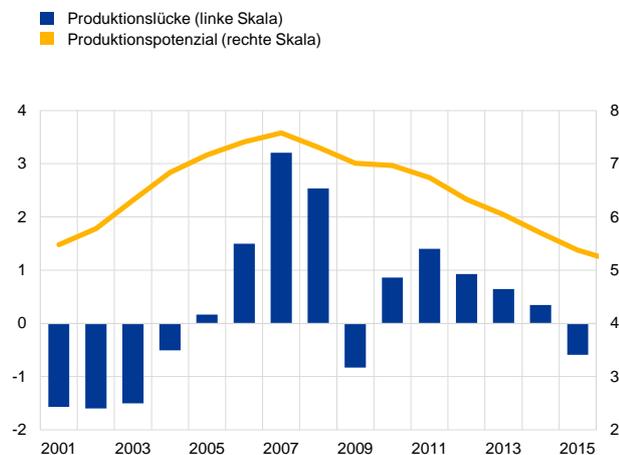


Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Dafür mitverantwortlich ist eine strukturelle Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern. Denn aus einer längerfristigen Perspektive betrachtet zeigt sich, dass die Entwicklung in der Dekade 2000–2010 eine Ausnahme darstellt: In jenem Jahrzehnt erzielten die aufstrebenden Volkswirtschaften einen jahresdurchschnittlichen BIP-Zuwachs von fast 6 %, während es in den beiden Jahrzehnten zuvor weniger als 4 % gewesen waren (siehe Abbildung 2). Dabei profitierten die Schwellenländer vom Aufeinandertreffen verschiedener Faktoren: einer kräftigen Nachfrage aus den Industrieländern, boomenden Finanzmärkten vor Ausbruch der globalen Finanzkrise und einer zunehmenden Integration in die Weltwirtschaft. Die ansteigenden Rohstoffpreise, die unter anderem das Resultat des kräftigen Wachstums in vielen Schwellenländern waren, begünstigten die rohstoff-exportierenden Volkswirtschaften und ließen die Investitionen dort in die Höhe schnellen. In diesem Umfeld trugen eine robuste Kapitalbildung und ein hoher Produktivitätszuwachs zu steigenden Trendwachstumsraten bei. Mit dem Abklingen dieser Faktoren seit der globalen Finanzkrise ist auch das Potenzialwachstum zurückgegangen. In einigen Ländern haben sich zudem mit nachlassendem Wachstum der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter auch die bislang günstigen demografischen Trends allmählich verschlechtert. Nach EZB-Schätzungen auf der Basis einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion ist rund ein Drittel der Wachstumsverlangsamung der sieben größten Schwellenländer seit 2010 durch das sinkende Potenzialwachstum zu erklären (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3
Produktionspotenzial in großen Schwellenländern

(in % des Produktionspotenzials; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: IWF, OECD, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.
Hinweis: Dargestellt werden zu Kaufkraftparitäten gewichtete Schätzungen des Produktionspotenzials für Brasilien, China, Indien, Mexiko, Russland, Südkorea und die Türkei auf der Basis einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion.

Die Veränderungen des Potenzialwachstums in den größten Schwellenländern fallen ebenso wie die dafür maßgeblichen Erklärungsfaktoren unterschiedlich aus.

In China haben sich angesichts des jahrelangen kreditfinanzierten Investitionsbooms in einigen Sektoren Überschusskapazitäten gebildet, und es ist zu Ressourcenfehlallokationen und einer sich auftürmenden Verschuldung gekommen, während die Vorteile aus dem Beitritt zur Welthandelsorganisation und der verbesserten Handelsintegration allmählich verblassen. Darüber hinaus schrumpft seit 2011 die Erwerbsbevölkerung – wengleich weiter Spielraum für Produktivitätszugewinne über den Zuzug von Arbeitskräften vom ländlichen Raum in die urbanen Gebiete sowie über die Integration in fortgeschrittenere, produktivere Sektoren besteht. Auch in Russland wird das Potenzialwachstum durch ungünstige demografische Entwicklungen belastet. Darüber hinaus haben die fallenden Energiepreise und internationalen Sanktionen im Zuge des Ukraine-Konflikts zu einer

Verschärfung der seit Langem bestehenden Investitions- und Wachstumshürden wie etwa Infrastrukturengpässe oder ein ungünstiges Geschäftsklima – Faktoren, die dem Kapitalabzug bereits vor der 2014 einsetzenden tiefgreifenden Rezession Vorschub geleistet hatten – beigetragen. In Brasilien verringerte sich das Potenzialwachstum, da die gesunkenen Rohstoffpreise die Investitionstätigkeit in den Schlüsselsektoren der brasilianischen Exportwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen haben. Mangelnde Infrastrukturinvestitionen und ein belastendes regulatorisches Umfeld beförderten die niedrige Produktivität. In Indien ist das Potenzialwachstum hingegen robust geblieben, da eine vorteilhafte demografische Situation sowie auf ein besseres Geschäftsumfeld abzielende Strukturreformen die Wachstumsdynamik beflügelt haben.²

Auch externe Ursachen haben zur Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern beigetragen.

In der Fachliteratur ist der Einfluss äußerer Faktoren wie der weltweiten Handelsentwicklung, des globalen Finanzierungsumfelds oder der Preisschwankungen an den Rohstoffmärkten auf die Wirtschaftsdynamik der aufstrebenden Volkswirtschaften herausgestellt worden.³ Bestätigt wird der Befund durch Bayesianische Vektorautoregressionsmodelle

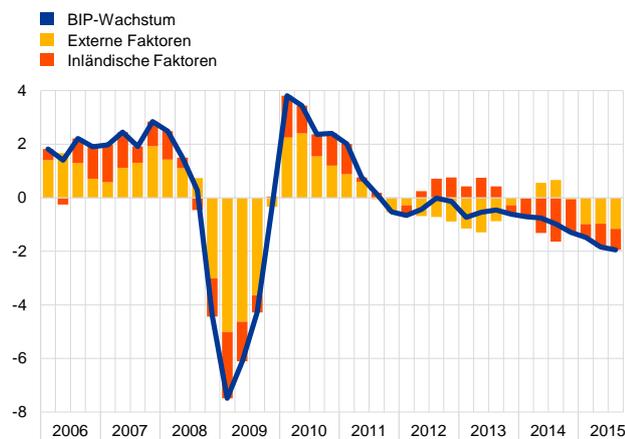
² Siehe EZB, Die zunehmende Bedeutung der indischen Volkswirtschaft, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

³ Siehe IWF, World Economic Outlook, Kapitel 4, April 2014, sowie T. Didier, M. A. Kose, F. Ohnsorge und L. S. Ye, Slowdown in emerging markets: rough patch or prolonged weakness?, Policy Research Note PRN/15/04, Weltbankgruppe, Dezember 2015.

(BVAR-Modelle)⁴ für eine Stichprobe von zwölf großen Schwellenländern, wonach die Veränderungen der Wachstumsdynamik in den vergangenen beiden Jahrzehnten etwa zur Hälfte externen Faktoren zuzuschreiben waren. In dem betrachteten jüngeren Zeitraum spielten zunächst externe Ursachen eine wichtige Rolle für die 2010 einsetzende Verlangsamung. Seit 2014 üben indes nationale Faktoren den größeren wachstumsdämpfenden Einfluss aus (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4
Beiträge zum BIP-Wachstum in Schwellenländern

(Beiträge zum aggregierten jährlichen BIP-Wachstum gemessen als Abweichung vom langfristigen Gleichgewicht)



Quellen: EZB-Berechnungen, Bloomberg und World Economic Outlook des IWF.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten Beiträge zum jährlichen BIP-Wachstum (gemessen als Abweichung vom langfristigen Gleichgewicht) auf der Grundlage von BVAR-Modellen, die für jedes Schwellenland geschätzt und zu Kaufkraftparitäten gewichtet wurden. Der untersuchte Länderkreis umfasst Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südkorea, Taiwan, Thailand und die Türkei. Weitere Einzelheiten finden sich in Anmerkung 4.

Bei den externen Faktoren wirkten sich sowohl die schleppende Auslandsnachfrage als auch der Welthandel in den letzten Jahren negativ auf die aufstrebenden Volkswirtschaften aus. Das

Welthandelsvolumen nahm in den vergangenen fünf Jahren deutlich langsamer als im historischen Durchschnitt zu. Nachdem der globale Handel in den beiden Jahrzehnten vor der Finanzkrise im Schnitt fast doppelt so schnell wie das BIP gewachsen war, hielt er seit 2011 mit der wirtschaftlichen Entwicklung kaum mehr Schritt. Diese Schwäche hängt teils mit der Entwicklung des Handels zwischen den Schwellenländern zusammen und spiegelt womöglich die schwindenden Vorteile aus der Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in die Weltmärkte wider. Insbesondere der abflauende Handel mit China blieb für dessen Handelspartner, darunter andere asiatische Schwellenländer und rohstoffexportierende Volkswirtschaften, nicht ohne Konsequenzen. Doch auch die zögerliche Erholung in den Industrieländern, wo man im privaten wie im öffentlichen Sektor bestrebt war, die Bilanzen im Gefolge der weltweiten Finanz-

krise zu konsolidieren, belastete die handelsintensiven Nachfragekomponenten wie etwa die Investitionstätigkeit. Ferner ist es denkbar, dass in dem ab 2011 volumemäßig anhaltend schwachen Welthandel auch strukturelle Verlagerungen, womöglich im Zusammenhang mit einer geringeren Expansion der globalen Wertschöpfungsketten, zum Ausdruck kommen.⁵

Einige Schwellenländer haben auch unter den fallenden Rohstoffpreisen gelitten.

In den vergangenen 18 Monaten sind die Ölpreise drastisch eingebrochen, sodass sie Ende März 2016 bei rund zwei Drittel ihrer Höchststände von Mitte 2014 lagen. Die Preise anderer Rohstoffe bewegten sich ebenfalls auf einer

⁴ Die BVAR-Modelle werden für jedes der zwölf Schwellenländer gesondert geschätzt. Dabei gehört zu jedem Modell ein externer (d. h. exogener) Block (welcher Wachstum und Inflation in den Vereinigten Staaten, die Rendite zehnjähriger US-Anleihen, den J. P. Morgan Emerging Market Bond Index Spread sowie die Terms of Trade umfasst) und ein binnenwirtschaftlicher Block (der BIP und Inflationsrate, den realen effektiven Wechselkurs sowie den kurzfristigen realen Zins beinhaltet). Die Modelle verwenden ein Identifikationsschema nach Cholesky, bei dem die Variablen wie oben beschrieben angeordnet sind. Geschätzt werden sie anhand von Quartalswerten für den Zeitraum vom ersten Quartal 1998 bis zum dritten Quartal 2015. Eine ähnliche Analyse findet sich in: IWF, World Economic Outlook, Kapitel 4, April 2014.

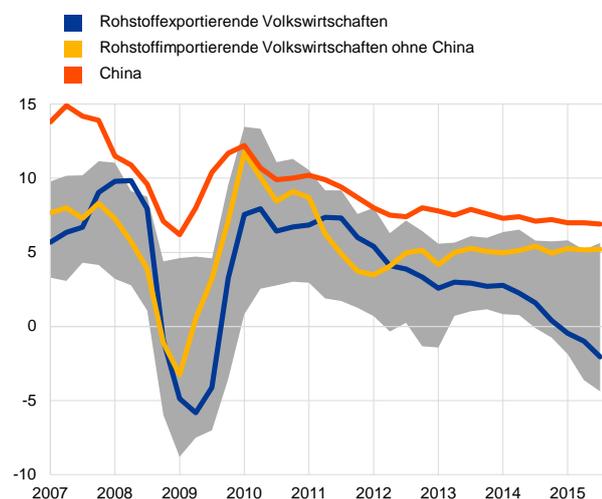
⁵ Siehe EZB, Gründe für die Schwäche des Welthandels, Wirtschaftsbericht 3/2015, April 2015.

Abwärtskurve. So lag der IWF-Preisindex für Primärrohstoffe ohne Brennstoffe um 40 % unter seinem Höchststand des Jahres 2011. In dieser Verbilligung der Rohstoffe – insbesondere des Öls – spiegeln sich sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Faktoren wider. Der anfängliche Ölpreisrückgang im Jahr 2014 war zu einem erheblichen Teil angebotsseitigen Faktoren geschuldet, denn infolge des hohen Niveaus vergangener Investitionen und technologischer Innovationen hatte die Ölförderung rascher als erwartet zugenommen. Der OPEC-Beschluss vom November 2014, die Förderquoten unverändert zu belassen, beschleunigte den Ölpreisverfall, und die robuste Schieferölförderung trug ein Übriges dazu bei. Allerdings spielte im zweiten Halbjahr 2015 auch zunehmend die rückläufige Nachfrage, vor allem im Zusammenhang mit dem sich verlangsamenden Schwellenländerwachstum, eine Rolle für den Rückgang der Ölpreisnotierungen. Dies hat zu einem drastischen Auseinanderdriften der Perspektiven der aufstrebenden Volkswirtschaften geführt, je nach dem, ob sie Rohstoffe ein- oder ausführen. Die realen Austauschverhältnisse (Terms of Trade) der Rohstoffexportnationen haben sich verschlechtert, was die Konjunktur belastet und die Investitionen in rohstoffnahen Sektoren gedämpft hat (siehe Abbildung 5). In einigen größeren Volkswirtschaften, insbesondere in Brasilien und Russland, ging der Rohstoffpreisverfall Hand in Hand mit anderen Schocks, darunter politische Unsicherheit und von den geopolitischen Spannungen ausgehende Ansteckungseffekte, was für bedeutende makroökonomische Anpassungen sorgte. Die schrumpfenden Rohstoff Erlöse und die verschlechterte Haushaltslage machten es den Regierungen der rohstoffexportierenden Länder schwer, der Konjunkturabschwächung entgegenzuwirken. Rohstoffexportnationen mit flexiblen Wechselkursen sahen sich auch geldpolitisch in der Zwickmühle, denn ihre Währungen werteten analog zu den fallenden Rohstoffpreisen ab und der Inflationsdruck nahm zu. Rohstoffimportierende Volkswirtschaften ihrerseits profitieren zwar von gestiegenen real verfügbaren Einkommen, deren Effekte schlagen allerdings mit geraumer Verzögerung auf die Konjunktur durch. In einigen Ländern konnten die Regierungen dank der billigeren Energie Brennstoffsubventionen zurückfahren und die Tragfähigkeit ihrer Staatsfinanzen verbessern, in anderen Volkswirtschaften wiederum nahm die private Ersparnis zu.

Abbildung 5

Durchschnittliches BIP-Wachstum in rohstoffexportierenden und in rohstoffimportierenden Volkswirtschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Statistiken und Haver Analytics.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015. Die Kurven stellen den zu Kaufkraftparitäten gewichteten Durchschnitt des BIP-Wachstums in den Schwellenländern dar. Die schattierte Fläche zeigt den Bereich zwischen dem 10. und dem 90. Wachstumsperzentil der in der Stichprobe enthaltenen Schwellenländer an. Bei den rohstoffimportierenden Volkswirtschaften handelt es sich um Hongkong (SVZ), Indien, Singapur, Südkorea, Taiwan, Thailand und die Türkei. Zu den rohstoffexportierenden Ländern zählen Argentinien, Brasilien, Chile, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika und Venezuela.

Hinzu kommt eine allmähliche Verschlechterung der externen Finanzierungsbedingungen, welche in den Jahren direkt nach der globalen Finanzkrise im Großen und Ganzen noch weitgehend vorteilhaft gewesen waren.

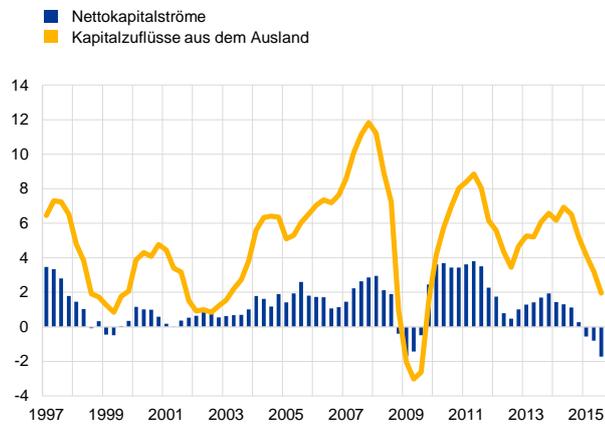
In den ersten Etappen der Erholung nach dem Krisenende profitierten die Schwellenländer von einem günstigen externen Finanzierungsumfeld, denn die Zentralbanken der fortgeschrittenen Volkswirtschaften betrieben eine akkommodierende Geldpolitik mit niedrigen Zinsen und umfangreichen Wertpapierankäufen, und die Kapitalströme in die Schwellenländer blieben allgemein kräftig. In den letzten drei Jahren haben sich die Finanzierungsbedingungen jedoch verschlechtert. Die sich im Sommer 2013 zuspitzenden Spekulationen über die Absichten der US-Notenbank, ihre geldpolitischen Zügel wieder anzuziehen („taper tantrum“), lösten eine scharfe Korrektur an den Finanzmärkten aus. In Antizipation der – schließlich im Dezember 2015 erfolgenden – Anhebung des US-Leitzinses verschärfen sich die externen Finanzierungsbedingungen erneut. Auch die in den jüngsten Monaten erfolgte Korrektur übertriebener Aktienbewertungen im Gefolge von Änderungen am chinesischen Wechselkursrahmen steuerte zur Unsicherheit und Volatilität an den Finanzmärkten bei. Per saldo wiesen

die Zahlungsbilanzen der größten Schwellenländer in den ersten drei Quartalen des Jahres 2015 Netto-Kapitalabflüsse aus (siehe Abbildung 6). Aktuellere Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Kapitalabwanderung, insbesondere aus China, gegen Ende 2015 verstärkt hat. Etliche Schwellenländer sahen sich mit einer Abwertung ihrer Währungen konfrontiert (siehe Abbildung 7). Die ungünstigeren Finanzierungsbedingungen fanden ihren Niederschlag in höheren Anleiherenditen, sich ausweitenden Risikoprämien und ausgeprägten Korrekturen an den Aktienmärkten.

Abbildung 6

Durchschnittliche Kapitalströme in die Schwellenländer

(in % des BIP; gleitende Vierquartalsdurchschnitte)



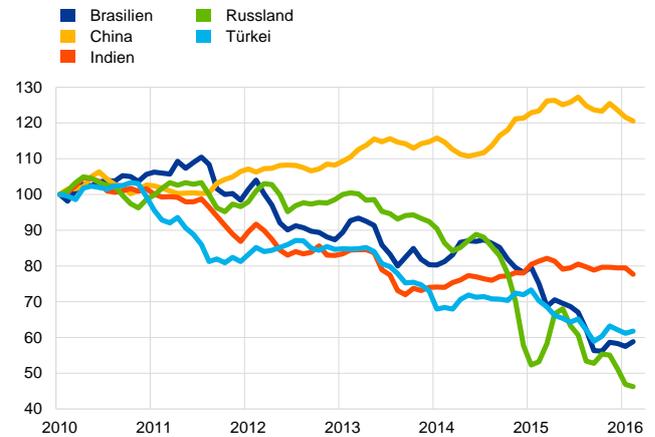
Quellen: IWF und nationale Daten.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015. Die Daten stellen aggregierte Stromgrößen (in % des BIP) für Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong (SVZ), Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Singapur, Südkorea, Taiwan, Thailand und die Türkei dar. Die Nettokapitalströme entsprechen den Kapitalbilanzdaten der Zahlungsbilanz ohne Veränderungen der Währungsreserven.

Abbildung 7

Nominaler effektiver Wechselkurs

(Indizes: Januar 2010 = 100)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2016. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung der Währung.

Unterdessen hat auch die Unterstützung durch die akkommodierenden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen nach der Finanzkrise, die (insbesondere über ein kräftiges Kreditwachstum) die Nachfrage zu stärken halfen, nachgelassen. Obschon die günstigen externen Finanzierungsbedingungen in den Jahren nach der globalen Rezession das Wachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften stützten, stellten sie Letztere zugleich vor Herausforderungen. Vor der Wahl stehend, die Binnennachfrage zu drosseln oder unwillkommene Kapitalzuflüsse abzuwehren, um dem Aufwertungsdruck zu begegnen, entschieden sich viele Schwellenländer für eine weiterhin relativ akkommodierende Politik. In der Gesamtschau lagen die kurzfristigen realen Zinssätze im Zeitraum von 2008 bis 2012 (ex post) bei annähernd null (siehe Abbildung 8). Auch die langfristigen Zinsen gingen in diesem Zeitraum zurück. Die umfangreichen fiskalischen Anreize der Jahre 2009 und 2010 trugen zum günstigen makroökonomischen Umfeld bei. Angesichts lockerer Finanzbedingungen kam es in verschiedenen Ländern zu einer raschen Kreditausweitung (siehe Abbildung 9). Die Analyse im nachfolgenden Kasten legt nahe, dass die inländischen und globalen Finanzzyklen einen bedeutenden Einfluss auf die Konjunkturzyklen der Schwellenländer hatten. Das Zusammenspiel von heimischer Kreditexpansion und Kapitalzuflüssen trug anfänglich zur Stützung des Wachstums in den aufstrebenden Volkswirtschaften bei, während extern eine Phase der Schwäche verstrich. Doch in den letzten drei Jahren hat eine Verschlechterung der finanziellen Bedingungen eingesetzt und die erwähnte Unterstützung zu schwinden begonnen.

Abbildung 8

Leitzinsen in den Schwellenländern

(in % p. a.)



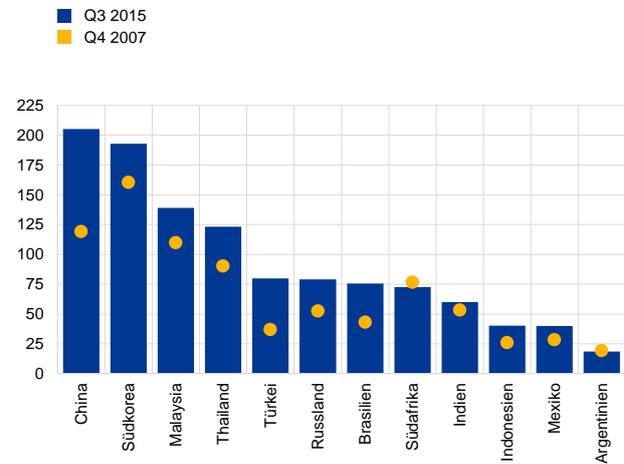
Quellen: IWF und nationale Daten.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2016. Abgebildet sind BIP-gewichtete Durchschnitte für die folgenden Schwellenländer: Brasilien, Chile, Hongkong (SVZ), Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand und die Türkei. Die realen Zinssätze berechnen sich als nominaler kurzfristiger Zinssatz abzüglich der VPI-Inflation.

Abbildung 9

Kredite an den privaten Sektor in Relation zum BIP

(Gewährte Kredite in % des BIP)



Quelle: BIZ.

Kasten

Auswirkungen der weltweiten und binnenwirtschaftlichen Kreditzyklen auf die Schwellenländer: Maße für „finanzadjustierte“ Produktionslücken

Das in zahlreichen Schwellenländern äußerst lebhaftes Kreditwachstum hat zu vermehrter Sorge über steigende Ungleichgewichte und potenzielle Risiken für die Wirtschaftsaussichten bei einer Wende im Kreditzyklus geführt. Mit dem Ziel, die Auswirkungen der globalen und inländischen Kreditentwicklung auf den Konjunkturzyklus zu messen, werden im vorliegenden Kasten Schätzungen von „finanzadjustierten“ Produktionslücken für ausgewählte Schwellenländer erläutert.

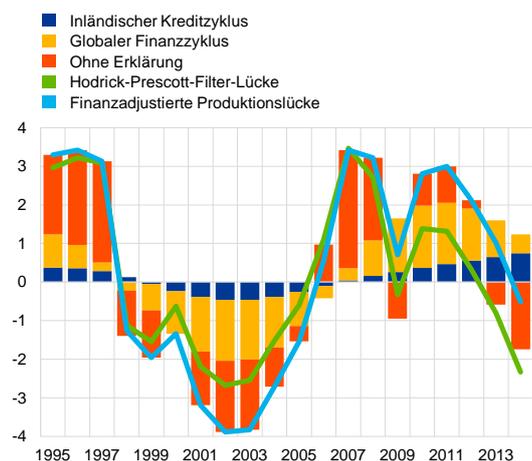
Messgrößen für finanzadjustierte Output-Lücken können zur Erklärung der Rolle von Finanzfaktoren bei der Ausformung der jüngsten Konjunkturzyklen in den aufstrebenden Volkswirtschaften beitragen. Die Theorie geht davon aus, dass die traditionellen Indikatoren für das Produktionspotenzial zu restriktiv sein könnten, da die Inflation möglicherweise nicht das einzige Symptom einer nicht nachhaltigen Expansion ist. In der Tat deuten die Erfahrungen einer Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften vor der Krise auf die Möglichkeit hin, dass sich die Produktion auch bei niedriger und stabiler Inflation auf einem nicht nachhaltigen Pfad bewegen kann. In der neueren Forschungsliteratur ist das Konzept der finanzadjustierten Lücken (unter Verwendung einfacher Filtertechniken zur Schätzung der Wirkung des Finanzzyklus auf die Wirtschaftstätigkeit) analysiert worden mit dem Ergebnis, dass Informationen zum Finanzzyklus die

zyklischen Produktionsveränderungen in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zum Teil erklären können.⁶

Abbildung

Beiträge zur aggregierten finanzadjustierten Produktionslücke in den Schwellenländern

(Lücke in % des Trendoutputs; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt werden die Beiträge zu einer finanzadjustierten, für ein Aggregat von 12 großen Schwellenländern geschätzten Produktionslücke. Einzelheiten zur Stichprobe finden sich in Fußnote 7. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2014.

Die finanzadjustierten Produktionslücken wurden auf Basis einer Stichprobe von zwölf großen Schwellenländern unter Einbeziehung von Indikatoren der globalen und inländischen Kreditzyklen geschätzt.⁷

Das Modell erweitert einen Hodrick-Prescott-Filter im Rahmen eines einfachen Zustandsraums, sodass Finanzvariablen die Output-Lücke beeinflussen können. Inländische Kreditlücken werden als Abweichung der realen Kreditvergabe an den Privatsektor von den langfristigen Trends unter Zuhilfenahme eines asymmetrischen Band-Pass-Filters geschätzt.⁸ Der globale Finanzzyklus wird als Abweichung des aggregierten Nettokapitalstroms in die Schwellenländer von den langfristigen Trends geschätzt.⁹

Das Modell legt nahe, dass die aus der Entwicklung der inländischen und globalen Kreditaggregate abgeleiteten Informationen zum Finanzzyklus die konjunkturbedingten

Output-Schwankungen bei der überwiegenden Anzahl der Schwellenländer mit erklären. Für die meisten Länder liefern die globalen und inländischen Kreditvariablen die Erklärung eines Großteils der bei den Produktionslücken beobachteten Veränderungen. Seit der weltweiten Finanzkrise ist die finanzadjustierte Output-Lücke von einer auf dem Hodrick-Prescott-Filter basierenden Messgröße abgewichen. In mehreren Ländern war während dieser Zeit eine starke Zunahme der inländischen Kreditvergabe zu verzeichnen, die das Wachstum über das Trendniveau angehoben hat. Umfängliche Kapitalzuflüsse haben ebenfalls zur Ausweitung der Wirtschaftsaktivität im Gefolge der globalen Finanzkrise beigetragen, doch 2013 und 2014 (in den letzten zwei Jahren, für die Produktionslücken geschätzt wurden) bildete sich dieser Beitrag zurück und dürfte

⁶ Siehe C. Borio, P. Disyatat und M. Juselius, Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle, Working Papers der BIZ, Nr. 404, Februar 2013.

⁷ Die Stichprobe umfasst Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, Südkorea, Thailand und die Türkei. Geschätzt wird das Modell für jedes Land separat anhand der jährlichen BIP-Daten von 1980 (bzw. der am nächsten an dieses Jahr heranreichenden Daten) bis 2014, die kaufkraftparitätengewichtet aggregiert werden.

⁸ Im Einklang mit der gängigen Literaturlauffassung, wonach Finanzzyklen länger als herkömmliche Konjunkturzyklen andauern, werden die Kreditlücken anhand eines Filters, der Zyklen mit einer Dauer zwischen acht und zwanzig Jahren isoliert, gemessen. Siehe M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!, Working Papers der BIZ, Nr. 380, Juni 2012.

⁹ Siehe O. Blanchard, G. Adler und I. de Carvalho Filho, Can foreign exchange intervention stem exchange rate pressures from global capital flow shocks?, Working Papers des IWF, Nr. 15/159, Juli 2015. Für jedes einzelne Land wird die im Modell enthaltene Zeitreihe der aggregierten Nettokapitalströme in die Schwellenländer um dieses Land bereinigt, d. h., die Kapitalzuflüsse in dieses Land werden bei der Berechnung des Gesamtwerts nicht berücksichtigt.

2015 mit der abermaligen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen noch weiter abgenommen haben.

Das finanzadjustierte Modell ist zwar nicht ohne gewisse Vorbehalte zu sehen, liefert aber eine interessante – sich von anderen Konjunkturzyklusmodellen unterscheidende – alternative Perspektive auf die jüngsten Entwicklungen in den Schwellenländern. Der Produktionsfunktionsansatz lässt die Schlussfolgerung zu, dass sich das Potenzialwachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften in den Jahren um die Mitte der ersten Dekade des neuen Jahrtausends erhöhte und seither rückläufig ist (siehe Abbildung 3 im Haupttext des Aufsatzes). Im Gegensatz dazu erlauben die Schätzungen der finanzadjustierten Lücken eine alternative Sichtweise, die nahelegt, dass das lebhafte Wachstum in den Schwellenländern zum Teil eine gewisse Überhitzung widerspiegelte. Die wirtschaftliche Entwicklung stand dabei in Abhängigkeit zum starken Kreditwachstum, insbesondere in der Zeit nach der Finanzkrise. Dieser Ansatz unterliegt jedoch deutlichen Beschränkungen. Es handelt sich um ein überwiegend statistisches Modell, das keinen Spielraum für eine strukturelle Interpretation zulässt. Der Verlauf des Finanzzyklus wird nicht modelliert, und der Zusammenhang mit dem Konjunkturzyklus ist simplistisch. Darüber hinaus gewährt es keinen Einblick in die möglichen durch die Finanzungleichgewichte verursachten Verzerrungen.¹⁰ Doch auch bei Berücksichtigung dieser Vorbehalte könnte das Modell dafür sprechen, dass bei einer weiteren Verschärfung der Finanz- und Kreditbedingungen womöglich eine quantitativ wichtige Stütze der Wirtschaftstätigkeit in einigen Schwellenländern wegbrechen würde.

3 Aussichten in den Schwellenländern: Risiken und Schwachstellen

Mit der konjunkturellen Abkühlung in den Schwellenländern haben auch die Sorgen über die Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Bedenken in Bezug auf mögliche Schwächen in einigen dieser Länder zugenommen. Wie bereits in Abschnitt 2 erörtert, führten etliche Faktoren, die die Wirtschaftstätigkeit kurzfristig stützten, dazu, dass – zumindest in manchen Ländern – vermehrt Schwachstellen zutage getreten sind. Vom Wesen her ist diese Instabilität von Land zu Land unterschiedlich und reicht von außenwirtschaftlichen Schwächen bis hin zu binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichten wie etwa einem hohen Kreditwachstum. Im vorliegenden Abschnitt werden die Risiken für die Aussichten der Schwellenländer erörtert, wobei der Analyseschwerpunkt auf deren potenzieller Anfälligkeit bei einer abrupten Verschlechterung der weltweiten Risikoneigung liegt.

Viele aufstrebende Volkswirtschaften sind offensichtlich besser als im Vorfeld vergangener Krisen gewappnet, um außenwirtschaftlichen Schocks standzuhalten. Die Mehrzahl der großen Schwellenländer weist eine günstigere Auslandsposition auf, als dies vor früheren Krisen der Fall war. So verbuchen

¹⁰ Eine ausführlichere Erörterung mit Blick auf die möglichen Schwachstellen liefern C. Borio, P. Disyatat und M. Juselius, Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle, Working Papers der BIZ, Nr. 404, Februar 2013.

zahlreiche Staaten entweder Leistungsbilanzüberschüsse oder lediglich geringe Defizite (siehe Abbildung 10). Zudem verfügen die Schwellenländer mittlerweile in der Regel über robustere makroökonomische Rahmenwerke mit flexibleren Wechselkursregimen. Darüber hinaus halten viele aufstrebende Volkswirtschaften beträchtliche Devisenreserven, die deutlich über ihre kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten hinausgehen, was ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks erhöhen sollte. Eine große Anzahl von Schwellenländern hat überdies einen geldpolitischen Handlungsrahmen mit einem Inflationsziel eingeführt, der zur Verankerung der Inflationserwartungen und zur Stabilisierung der Konjunkturzyklen beitragen kann.¹¹

Gleichwohl könnte die in den letzten Jahren beobachtete zunehmende Auslandsverschuldung (insbesondere aufgrund der Finanzierung in US-Dollar) die Schwellenländer anfällig gegenüber einer anhaltenden Verschlechterung der globalen Finanzierungsbedingungen gemacht haben.

Die Auslandsverbindlichkeiten dieser Staaten sind seit der weltweiten Finanzkrise von 3 Billionen US-Dollar im Jahr 2010 auf 5 Billionen US-Dollar im Jahr 2014 gestiegen. Die Aufwertung des US-Dollar hat dazu beigetragen, dass die Kreditnehmer in einigen Schwellenländern in Inlandswährung gerechnet höhere Zins- und Tilgungszahlungen für ihre Auslandsverschuldung leisten mussten. Banken sind zwar nach wie vor die Hauptempfänger grenzüberschreitender Kredite, aber auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften finanzieren sich zunehmend durch die Begebung von Schuldverschreibungen, und zwar häufig über ihre ausländischen Tochtergesellschaften.¹² Die Erlaubnis an Unternehmen, ihre Firmenkundeneinlagen zu erhöhen, mag in einigen Schwellenländern auch die Ausweitung der Bankbilanzen und inländische Kreditbooms befeuert haben. Wenngleich aggregierte Daten nahelegen, dass sich die Nettoposition der Schwellenländer in Fremdwährung in den vergangenen Jahren verbessert hat, könnten auf Sektor- oder Unternehmensebene Währungs- und Laufzeitinkongruenzen bestehen.¹³ Vor diesem Hintergrund könnte eine Währungsabwertung in Schwellenländern statt der Absorption von Schocks vielmehr die Verschärfung von Bilanzschwächen bewirken, was ein Risiko für die Konjunkturaussichten darstellt. Hinzu kommt, dass sich durch die zunehmende Begebung von Schuldtiteln in Landeswährung unter anderem zwar die Währungsinkongruenzen bei Schuldnern aus Schwellenländern reduziert haben, aber das umfangreiche Anleihevolumen im Bestand von Gebietsfremden diese Länder

¹¹ Siehe T. Didier, M. A. Kose, F. Ohnsorge und L. S. Ye, Slowdown in emerging markets: rough patch or prolonged weakness?, Policy Research Note PRN/15/04, Weltbankgruppe, Dezember 2015.

¹² Die Statistiken zur Auslandsverschuldung könnten die grenzüberschreitende Kreditaufnahme zu niedrig ausweisen, da einige Unternehmen Finanzierungsmittel von ihren ausländischen Tochtergesellschaften über konzerninterne Darlehen erhalten, die in der Auslandsverschuldungsstatistik nicht erfasst werden. Siehe S. Avdjiev, M. Chui und H. Song Shin, Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows, BIS Quarterly Review, Dezember 2014.

¹³ Siehe A. S. Bénétrix, P. R. Lane und J. C. Shambaugh, International currency exposures, valuation effects and the global financial crisis, Working Paper des NBER, Nr. 20820, Januar 2015. Eine Erörterung der Risiken für die Unternehmensbilanzen findet sich in: M. Chui, I. Fender und V. Sushko, Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch, BIS Quarterly Review, September 2014. Siehe auch IWF, Corporate Leverage in Emerging Markets – A Concern?, Global Financial Stability Report, Kapitel 3, Oktober 2015.

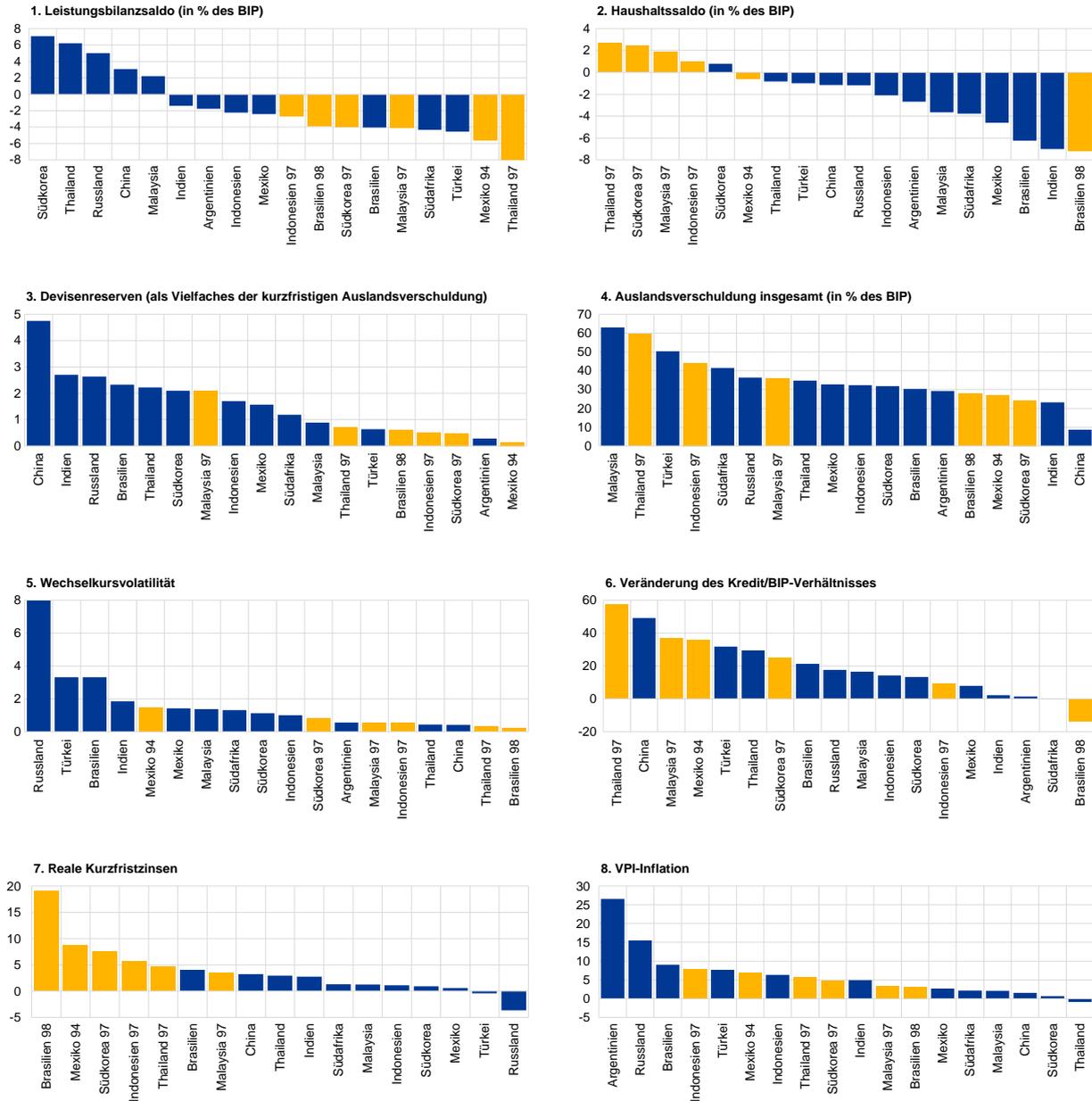
anfälliger gegenüber einem globalen Stimmungsumschwung werden lassen könnte.¹⁴

Ferner haben die binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zugenommen, und in einigen Ländern hat sich der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum verkleinert. Im Zuge der verstärkten Finanzierung in Fremdwährung erhöhte sich auch die inländische Kreditvergabe deutlich. Gemessen am BIP hat sich die aggregierte Verschuldung der Sektoren Staat, private Haushalte und Unternehmen seit Ende 2007 um rund 50 Prozentpunkte ausgeweitet, wobei die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen den Löwenanteil dieses Anstiegs ausmachen. Die stärkste Zunahme der Verschuldung wurde dabei in China verzeichnet, aber auch in einigen anderen Ländern nahm der Anteil der Kreditvergabe an den Privatsektor im Verhältnis zum BIP deutlich zu (siehe Abbildung 9). Außerdem gingen in einigen Staaten die wachsenden Ungleichgewichte mit abnehmenden Sicherheitspuffern einher (siehe Abbildung 10). Die meisten der großen Schwellenländer weisen derzeit ein Haushaltsdefizit aus. So haben die fallenden Rohstoffpreise den fiskalischen Druck in rohstoffimportierenden Volkswirtschaften zwar abgemildert, doch in den rohstoffexportierenden Ländern haben die schrumpfenden Rohstoff Erlöse zu einer erheblichen Verschlechterung der Haushaltspositionen geführt. Zugleich hat sich der geldpolitische Akkommodierungsspielraum gegenüber neuen Schocks auseinanderentwickelt. Einige rohstoffimportierende Volkswirtschaften haben bereits von Zinssenkungen aufgrund der fallenden Inflation profitiert. In einigen Fällen könnte der Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen allerdings dadurch eingeschränkt sein, dass angesichts der starken Kreditexpansion der vergangenen Jahre Bedenken bezüglich eines übermäßigen Kreditwachstums aufgekeimt sind. In rohstoffexportierenden Ländern ist die Fähigkeit der Geldpolitik zur Abfederung eines weiteren Abschwungs entweder durch Festkurssysteme oder eine hohe Inflation (u. a. infolge drastischer Währungsabwertungen) eingeschränkt.

¹⁴ Siehe C. Ebeke und A. Kyobe, Global financial spillovers to emerging market sovereign bond markets, Working Paper des IWF, Nr. 15/141, Juni 2015.

Abbildung 10 Anfälligkeit der Schwellenländer im Vergleich zu früheren Krisen

(aktuelle Angaben (blaue Balken) gegenüber früheren Krisen (gelbe Balken))



Quellen: IWF, BIZ, Wall Street Journal, nationale Angaben und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blauen Balken bilden die aktuellen Daten großer Schwellenländer ab. Die gelben Balken veranschaulichen die Lage im Vorfeld früherer Krisen in Schwellenländern, und zwar in Mexiko 1994, Thailand, Indonesien, Malaysia und Südkorea 1997 sowie Brasilien 1998. Die Grafiken zeigen: 1) die Leistungsbilanzsalden gemessen am BIP im Jahr 2014, 2) den Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP für das Jahr 2014 (wobei ein positiver (negativer) Wert einen Überschuss (ein Defizit) ausweist), 3) die Devisenreserven geteilt durch die kurzfristige Auslandsverschuldung im Jahr 2014, 4) die gesamte Auslandsverschuldung in % des BIP im Jahr 2014, 5) die Standardabweichung der täglichen Wechselkursänderungen gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2015, 6) Veränderungen des Verhältnisses von Krediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor zum BIP in den fünf Jahren bis zum zweiten Quartal 2015, 7) die kurzfristigen Leitzinsen abzüglich der jährlichen VPI-Inflation im Jahr 2015 und 8) die jährliche VPI-Inflation im Jahr 2015.

Eine abrupte Verschiebung der globalen Risikoneigung könnte daher eine Gefährdung der Wirtschaftsaussichten der Schwellenländer darstellen. Das „taper tantrum“ im Jahr 2013 liefert eine Vorstellung davon, welche Turbulenzen im Falle eines unvermittelten Umschwungs der weltweiten Risikoneigung entstehen könnten. Im Mai jenes Jahres hatten Spekulationen über das Tempo der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten zu einem erheblichen Anstieg der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um fast 100 Basispunkte bis Ende 2013 geführt. In den aufstrebenden Volkswirtschaften fielen die Vermögenspreise, und in einigen Ländern kam es zu einer raschen Abwertung der Währung. Volkswirtschaften mit außenwirtschaftlichen Schwachstellen, etwa großen Leistungsbilanzdefiziten oder einer starken Abhängigkeit von der Auslandsfinanzierung, wurden von besonders heftigen Finanzmarkturbulenzen erfasst. Der Beschluss der Federal Reserve, im Dezember 2015 die Leitzinsen anzuheben, stieß an den Finanzmärkten auf eine relativ gedämpfte Reaktion. Aus den Terminkontrakten auf US-Tagesgeld lässt sich folgern, dass die Märkte von sehr allmählichen weiteren Leitzinsanhebungen ausgehen; die Laufzeitprämien bleiben gering. Allerdings dürfte eine Verschlechterung der weltweiten Finanzierungsbedingungen die politischen Entscheidungsträger in den am stärksten betroffenen Schwellenländern vor neue Herausforderungen stellen. So könnten sich Zentralbanken gezwungen sehen, die geldpolitischen Zügel massiv anzuziehen, um umfangreiche Kapitalabflüsse und eine Abwertung der Landeswährung zu verhindern.

Darüber hinaus gefährden auch andere Risiken den Ausblick für die Schwellenländer. Die anhaltende Schwächephase der letzten fünf Jahre hat die Sorge aufkommen lassen, dass der konjunkturelle und strukturelle Gegenwind in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften stärker als erwartet sein könnte. So könnten etwa die schwache Investitionstätigkeit und die Infrastruktur- und Kapazitätsengpässe folgenreicher als angenommen sein. In anfälligeren Volkswirtschaften könnte der eingeschränkte politische Handlungsspielraum auch verhindern, dass die Effekte einer schwächeren Nachfrage durch geld- oder fiskalpolitische Lockerungen abgefedert werden. Schließlich stehen die Wirtschaftsaussichten auch weiterhin unter dem Vorbehalt geopolitischer Risiken: Ein Anstieg der Spannungen könnte negative Folgen für die Schwellenländer zeitigen.

4 Die Folgen des Wachstumsabschwungs in den Schwellenländern für die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet

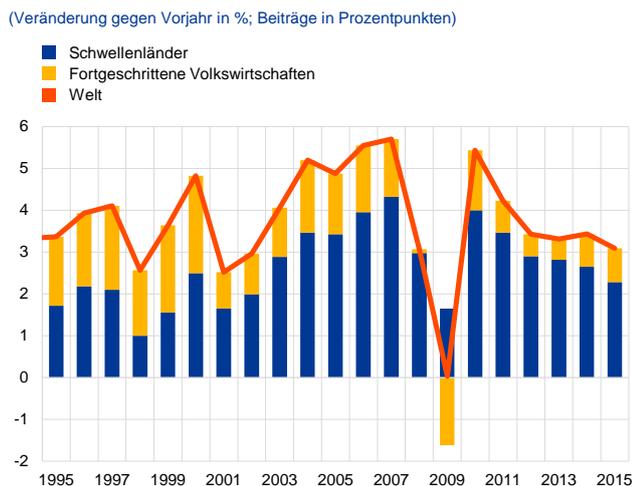
Die Schwellenländer spielen in der Weltwirtschaft eine herausragende Rolle.

Sie zeichnen für durchschnittlich drei Viertel des globalen Wirtschaftswachstums seit dem Jahr 2000 verantwortlich (siehe Abbildung 11). Im Jahr 2014 verfügten sie über mehr als ein Drittel des weltweiten Inlandsbestands an ausländischen Direktinvestitionen.¹⁵ Schwellenländer treten auch als maßgebliche Nachfrager an den

¹⁵ Siehe die Statistik der Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (UNCTAD).

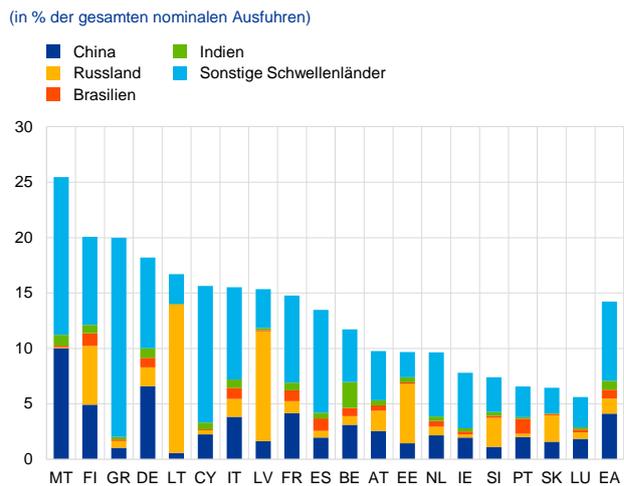
Rohstoffmärkten auf. Die Entwicklung dieser Länder könnte sich in der Vorausschau daher auf andere Volkswirtschaften (einschließlich des Euroraums) über eine Vielzahl von Kanälen, darunter Handels- und Finanzverflechtungen, den Einfluss auf die Rohstoffpreise oder Vertrauenseffekte, auswirken.

Abbildung 11
Beiträge zum weltweiten BIP-Wachstum



Quelle: World Economic Outlook des IWF.
Anmerkung: Die Aggregate sind zu Kaufkraftparitäten gewichtet.

Abbildung 12
Anteil der Schwellenländer am Exporthandel der Euro-Länder



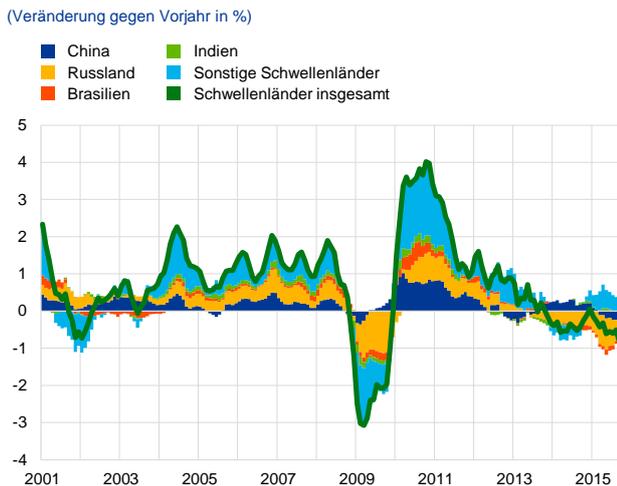
Quellen: Direction of Trade Statistics des IWF, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil der Schwellenländer an den gesamten nominalen Ausfuhren der Länder des Euro-Währungsgebiets im zweiten Quartal 2015. Bei den Schwellenländern handelt es sich um Ägypten, Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong (SVZ), Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Thailand, die Türkei und Venezuela.

Die Schwellenländer bilden für den Euroraum eine wichtige Quelle der Auslandsnachfrage. Nach einem lang anhaltenden Anstieg im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends, der hauptsächlich durch steigende Exporte nach China bedingt war, hat sich der Anteil der aufstrebenden Volkswirtschaften an den nominalen Warenausfuhren des Eurogebiets bei rund 15 % eingependelt. Verschiedene Länder des Euroraums pflegen intensive Handelsbeziehungen mit Russland. Unter den großen Euro-Ländern verfügt Deutschland über den höchsten Exportanteil im Handelsverkehr mit den Schwellenländern, und zwar insbesondere mit China (siehe Abbildung 12).¹⁶ Die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern hat über den Handelskanal bereits eine Wirkung auf die Wirtschaftsentwicklung im Eurogebiet gezeigt. Seit Anfang 2012 liegt der Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften zur Nachfrage aus dem Ausland unter dem langfristigen Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets (siehe Abbildung 13). Vor allem die schleppende Nachfrage aus China, Brasilien und Russland hat sich negativ auf das Exportwachstum des Euroraums ausgewirkt; aufgefangen wurde sie

¹⁶ Einen tiefer gehenden Einblick in die vielfältigen Handelsbeziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und seinen Handelspartnern bietet: EZB, Übertragung von Produktionsschocks – die Rolle grenzüberschreitender Produktionsketten, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

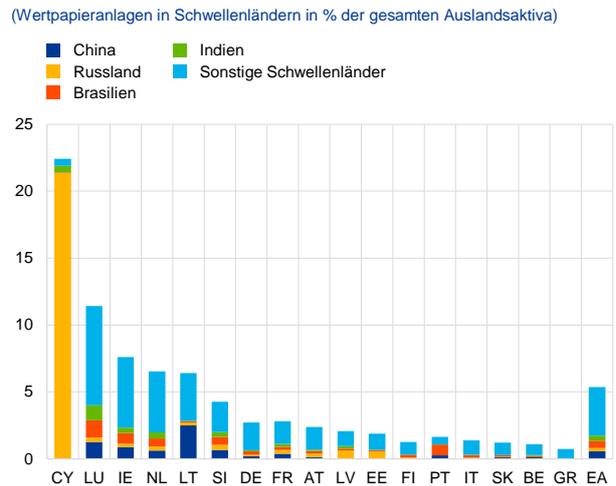
teilweise durch das robustere Wachstum in anderen Schwellenländern.¹⁷ Eine weitere Konjunkturabschwächung in den Schwellenländern würde die Auslandsnachfrage und die Produktion im Eurogebiet belasten.¹⁸

Abbildung 13
Beitrag der Schwellenländer zum realen Exportwachstum des Euro-Währungsgebiets



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Diese Abbildung zeigt den Beitrag der Schwellenländer zum Wachstum des Exportvolumens des Euro-Währungsgebiets, berechnet anhand der Jahreswachstumsrate der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte der Exporte des Euro-Währungsgebiets in die Schwellenländer und gewichtet mit dem Anteil der Schwellenländer am Gesamthandel des Euro-Währungsgebiets des Vorjahres. Bei den Schwellenländern handelt es sich um Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong (SVZ), Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand und die Türkei.

Abbildung 14
Wertpapieranlagen der Euro-Länder in Schwellenländern



Quellen: Coordinated Portfolio Investment Survey des IWF und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In dieser Abbildung werden die Anlagen in Schwellenländern in % der gesamten ausländischen Wertpapieranlagen im zweiten Halbjahr 2014 (letzte verfügbare Daten) dargestellt. Angaben aus Spanien und Malta liegen aufgrund mangelnder Daten nicht vor. Bei den Schwellenländern handelt es sich um Ägypten, Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong (SVZ), Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela.

Andererseits sollte der negative Einfluss einer schwächeren Auslandsnachfrage tendenziell durch den Rohstoffkanal gedämpft werden.

Schwellenländer sind bedeutende Konsumenten von Energieprodukten und waren für mehr als die Hälfte des Energiegesamtverbrauchs des Jahres 2014 sowie für den gesamten Nettozuwachs des weltweiten Energieverbrauchs im letzten Jahrzehnt verantwortlich.¹⁹ Was andere Rohstoffe (etwa Metalle) anbelangt, so verbrauchen die Schwellenländer sogar einen noch höheren Anteil an der Weltproduktion. China allein absorbiert beispielsweise mehr als die Hälfte der weltweiten Eisenerzeugung und rund die Hälfte der Weltproduktion von raffiniertem Kupfer und Aluminium.²⁰ Zwar sind die Rohstoffpreise bereits erheblich gefallen, aber ein weiterer Abschwung in den Schwellenländern dürfte sie noch weiter nach unten

¹⁷ Während die gesunkenen Inlandsausgaben der Schwellenländer zu einer rückläufigen Nachfrage nach Exporten des Euroraums beigetragen haben, sind einige aufstrebende Volkswirtschaften auch für die globalen Lieferketten von großer Bedeutung. So könnten die geringeren Warenausfuhren Chinas und anderer für die globalen Lieferketten zentraler Volkswirtschaften zum Teil auch ein Symptom der in Abschnitt 2 erörterten umfassenderen Abschwächung des Welthandels sein. Siehe EZB, Gründe für die Schwäche des Welthandels, Wirtschaftsbericht 3/2015, April 2015.

¹⁸ Es könnten sich beispielsweise Auswirkungen über den Wechselkurskanal ergeben. Sollten die Währungen von Schwellenländern als Reaktion auf die Konjunkturverlangsamung abwerten, so würde die damit verbundene Aufwertung des effektiven Euro-Wechselkurses die Ausfuhren belasten.

¹⁹ Nicht-OECD-Länder zeichneten 2014 für 57,5 % des Primärenergieverbrauchs verantwortlich. Siehe BP, BP Statistical Review of World Energy, Juni 2015.

²⁰ Siehe IWF, World Economic Outlook, Oktober 2015.

drücken. Dies wiederum würde die real verfügbaren Einkommen in rohstoff-importierenden Volkswirtschaften wie dem Euroraum erhöhen und dazu beitragen, die Folgen der schwächeren Auslandsnachfrage zu kompensieren.

Im Allgemeinen gibt es nach wie vor nur wenige direkte finanzielle Verflechtungen zwischen den aufstrebenden Volkswirtschaften und dem Euro-Währungsgebiet. Der Anteil der Schwellenländer an den gesamten Wertpapieranlagen liegt in den meisten Euro-Ländern bei unter 10 % mit einem begrenzten Engagement in Brasilien, China, Indien und Russland (siehe Abbildung 14). Daten der BIZ zur internationalen Geschäftstätigkeit der Banken lassen darauf schließen, dass die Kreditinstitute im Eurogebiet nur recht geringe grenzüberschreitende Forderungen an sechs der größten Schwellenländer (Brasilien, China, Indien, Mexiko, Russland und die Türkei) haben; sie belaufen sich auf weniger als 4 % ihrer Bilanzsumme, obgleich die Banken in einigen Euro-Ländern stärker exponiert sind. Bei den Forderungen der Banken handelt es sich im Wesentlichen um traditionelle Kredite, vorwiegend an den Unternehmenssektor.

Doch auch ohne ausgeprägte direkte Finanzverflechtungen mit den Schwellenländern könnte der Euroraum in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn zunehmende Sorgen um die Wirtschaftsaussichten die Volatilität an den Finanzmärkten schüren und das Vertrauen weltweit negativ beeinflussen würden. Da die Finanzmarkturbulenzen im Jahr 2015 auf einige wenige der anfälligeren Schwellenländer beschränkt blieben, hielt sich die Sogwirkung auf das Eurogebiet in recht engen Grenzen. Angesichts der sich in den letzten Jahren stetig auftürmenden Verschuldung in den aufstrebenden Volkswirtschaften besteht jedoch die Möglichkeit, dass neue Turbulenzen aufkommen könnten. Unter diesen Umständen könnte eine ansteigende Risikoaversion und Unsicherheit beträchtliche Folgen für die Weltwirtschaft haben. So löste der drastische Einbruch der Aktienkurse in China im zweiten Halbjahr 2015 und Anfang 2016 eine erhebliche Volatilität an den globalen Aktienmärkten aus.²¹ Dies untermauert zu einem gewissen Grad die Auffassung, dass die Schwellenländer über das Potenzial verfügen, Vertrauens- und Finanzschocks auszulösen, die die Weltwirtschaft belasten können.

5 Schlussbemerkungen

Mit Blick auf die weitere Entwicklung dürfte die erhöhte Unsicherheit über die Aussichten für die Schwellenländer ein Schlüsselrisiko für die Weltwirtschaft bleiben. So hat sich das Potenzialwachstum vor dem Hintergrund einer rückläufigen Kapitalbildung, eines abnehmenden Produktivitätswachstums und ungünstiger demografischer Trends abgeschwächt. Weitere Erschwernisse stellen die schleppende Auslandsnachfrage, niedrigere Rohstoffpreise (die insbesondere die rohstoffexportierenden Volkswirtschaften belasten) und die Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen dar. Viele Schwellenländer passen sich derzeit

²¹ Siehe EZB, Understanding the links between China and the euro area, Financial Stability Review, Kasten 1, November 2015.

an die neue Wirklichkeit an. In mehreren Volkswirtschaften hat das verhaltenere Wachstum strukturelle Hemmnisse offengelegt, die die Wachstumsmöglichkeiten zunehmend beschränken. In anderen Ländern hat die Wachstumsabkühlung bestehende makroökonomische Ungleichgewichte verschärft. Bei einigen dieser Herausforderungen ist es unwahrscheinlich, dass sie rasch überwunden werden können. Der im Gang befindliche Anpassungsprozess ist erforderlich, um mittelfristig ein tragfähiges Wachstum sicherzustellen. Der Übergang dürfte aber unwegsam sein, wobei die Risiken tendenziell abwärtsgerichtet sind.

Die konjunkturelle Abkühlung in den Schwellenländern hat sich bereits deutlich dämpfend auf die Weltwirtschaft und auch (leicht) negativ auf die Aktivität im Euroraum ausgewirkt. Die sinkende Nachfrage der Schwellenländer hat die Exporte des Eurogebiets belastet. Allerdings werden die negativen Folgen der Wachstumsverlangsamung in den aufstrebenden Volkswirtschaften teilweise durch den Schub bei den real verfügbaren Einkommen abgefedert, der aus den gesunkenen Rohstoffpreisen resultiert. Im Hinblick auf die Wirtschaftsperspektiven für die Schwellenländer überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken. Eine weitere umfassende und ausgeprägte konjunkturelle Abschwächung in den Schwellenländern könnte die Aussichten für die Weltwirtschaft merklich eintrüben.

Aufsatz

Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Aufsatz analysiert die wirtschaftlichen und institutionellen Faktoren, die eine Verringerung der hohen öffentlichen Schuldenstände im Euro-Währungsgebiet begünstigen. Hierzu werden vergangene Zeiträume des Schuldenabbaus betrachtet, und es erfolgt eine Bewertung der im reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) festgelegten Schuldenregel, die als Beispiel für eine operationalisierte Schuldensenkungsstrategie gilt.

1 Einleitung

Viele Staaten des Eurogebiets haben es vor der Krise versäumt, die günstige Wirtschaftslage zum Aufbau von Finanzpolstern für künftige Abschwungsphasen zu nutzen, sodass die Staatsschulden nach Ausbruch der Krise rasch auf ein hohes Niveau anstiegen. Es gilt gemeinhin als anerkannt, dass stark verschuldete Volkswirtschaften anfällig für wirtschaftliche Schocks werden und auf unterschiedliche Weise Wachstumseinbußen erleiden können. Die Verringerung der anhaltend hohen Schuldenlast der öffentlichen Haushalte ist deshalb nach wie vor ein Hauptziel der Wirtschaftspolitik. Eine wichtige Lehre aus der Krise wurde im Jahr 2011 mit der Stärkung des finanzpolitischen Steuerungsrahmens der Europäischen Union und der Einführung der Schuldenregel gezogen. Diese stellt eine Operationalisierung des im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgelegten Schuldenstandskriteriums dar, das zuvor im Grunde nicht umgesetzt worden war.

Die Schuldenregel des SWP wirkt vor allem für sehr stark verschuldete Länder schuldenbegrenzend. Angesichts niedriger Wachstums- und Inflationsraten hatten einige dieser Länder zuletzt Schwierigkeiten, die zur angemessenen Absenkung der Schuldenquote erforderliche Konsolidierung zu erreichen, obwohl die Entwicklung der Zinsausgaben für eine niedrigere Haushaltsbelastung sorgte. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Aufsatz die in vergangenen Schuldensenkungszeiträumen gesammelten Erfahrungen analysiert, und es erfolgt eine Bewertung der Schuldenregel, die als Beispiel für eine operationalisierte Strategie des Verschuldungsabbaus gilt.

Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 befasst sich mit dem Nutzen einer Verringerung der hohen öffentlichen Schuldenlast und betrachtet die für die jüngsten Schuldensenkungsperioden ausschlaggebenden Faktoren. Abschnitt 3 beleuchtet die Entstehung der hohen öffentlichen Schuldenstände während der Krise und

widmet sich im Anschluss der Ausgestaltung und Durchsetzung der Schuldenregel des SWP, die ein Beispiel für eine operationalisierte Strategie zur Rückführung der Verschuldung ist. In Abschnitt 4 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

2 Öffentliche Verschuldung und langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen

2.1 Wirtschaftliche Folgen einer hohen öffentlichen Verschuldung

Hohe Staatsschulden stellen eine Volkswirtschaft vor erhebliche Herausforderungen und verringern deren Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks. Sie üben über unterschiedliche Kanäle negativen Druck auf die Wirtschaft aus.

Erstens verstärkt eine hohe öffentliche Schuldenlast die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft gegenüber makroökonomischen Schocks und begrenzt die Handlungsmöglichkeiten der antizyklischen Fiskalpolitik. Länder mit einem hohen staatlichen Finanzierungsbedarf sind möglicherweise anfälliger für Liquiditätsschocks und die Risiken einer Staatsinsolvenz. Ein niedrigeres reales Wachstum oder Inflationsschocks können zu einem Anstieg der realen Verschuldung und somit zu höheren Haushaltsbelastungen führen, wenn die Schuldenlast bereits hoch ist. Infolgedessen könnten Anleger die Tragfähigkeit der Finanzpolitik stark verschuldeter Staaten eher infrage stellen – vor allem, wenn die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in der Vergangenheit problematisch war und schlechte Wachstumsaussichten bestehen. Mögliche Folgen sind eine erhöhte Volatilität und ein schwächeres Wirtschaftswachstum, da – insbesondere in einer integrierten Wirtschafts- und Währungsunion – von der wahrgenommenen Anfälligkeit eines Staates auch Übertragungseffekte auf andere Sektoren oder Länder ausgehen können.¹ Durch eine hohe Schuldenbelastung verringern sich die Handlungsmöglichkeiten der Finanzpolitik, negative Nachfrageschocks abzufedern, und es kann zu einer Beeinträchtigung der konjunkturellen Erholung kommen, wenn während einer Rezession prozyklische fiskalische Maßnahmen ergriffen werden müssen.

Zweitens müssen stark verschuldete Staaten über lange Zeiträume hohe Primärüberschüsse aufrechterhalten², was sich in einem fragilen politischen und wirtschaftlichen Umfeld als schwierig erweisen kann. Nachhaltig hohe Primärüberschüsse lassen sich in Zeiten einer schlechten Konjunktur nur schwer realisieren. Vor allem Bankenkrisen sind wegen der mit ihnen einhergehenden Bilanzsanierung mit umfangreichen Eventualverbindlichkeiten verbunden, die rasch

¹ Eine Erörterung der Wechselwirkungen zwischen Geld- und Finanzpolitik und dem Finanzsektor in der Wirtschafts- und Währungsunion findet sich in EZB, Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU, Monatsbericht Juli 2008, und EZB, Das Zusammenspiel von Geld- und Finanzpolitik in einer Währungsunion, Monatsbericht Juli 2012.

² Siehe auch EZB, Erfahrungen mit nachhaltigen hohen Primärüberschüssen in EU-Ländern, Kasten 8, Monatsbericht Juni 2011.

zu einer häufig dauerhaften Verschlechterung der Haushaltsposition führen können. Ob es einem Staat gelingt, umfangreiche Primärüberschüsse aufrechtzuerhalten, hängt zwar auch von seiner institutionellen Qualität und von politischen Faktoren ab, doch ein Nachlassen fiskalischer Anstrengungen dürfte eher bei sehr hohen Schuldenquoten zu beobachten sein, die eine lang andauernde und umfangreiche Konsolidierung erforderlich machen. Auch im Vorfeld von Wahlen reagiert die Finanzpolitik tendenziell weniger stark auf eine wachsende Verschuldung.

Drittens – und dieser Punkt steht auch mit den beiden vorgenannten im Zusammenhang – finden sich in der theoretischen und empirischen Literatur Hinweise, dass eine hohe öffentliche Schuldenlast letztendlich das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft bremst.³ Insbesondere gilt dies, wenn sich der Staat verschuldet, um unproduktive Ausgaben zu finanzieren oder den Kapitalstock auf ein Niveau bis über das (wachstumsmaximierende) Optimum hinaus aufzubauen.⁴ Zwar kann der Staat durch Aufnahme neuer Schulden zur Konsumglättung und zur langfristigen Finanzierung umfangreicher Investitionsvorhaben beitragen, doch ist dies nur bis zu einem bestimmten Schuldenstand ohne Einschränkung möglich. Zahlreiche Forschungsarbeiten⁵ kommen zu dem Ergebnis, dass eine hohe Schuldenbelastung das Wachstum über unterschiedliche Kanäle beeinträchtigen kann – über die Spreads von Staatsanleihen (Vertrauenseffekte), eine Verdrängung privater Investitionen, eine Verringerung der Kapazitäten zur Finanzierung künftiger öffentlicher Investitionen, eine Zunahme des Vorsichtsparens (in Erwartung steigender Steuern) und eine erhöhte Unsicherheit. Wenngleich länderspezifische Faktoren hier eine wichtige Rolle spielen, hat sich in einer Reihe von Studien, in denen Stichproben fortgeschrittener Volkswirtschaften untersucht wurden, gezeigt, dass Wachstumsbeeinträchtigungen im Durchschnitt bei Schuldenquoten von etwa 80 % bis 100 % auftreten.⁶ Bei ähnlich hohen Schuldenständen werden in der Literatur auch die ersten Signale für Zahlungsschwierigkeiten von Staaten festgestellt. So geht der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem Rahmenwerk für die Schuldentragfähigkeitsanalyse davon aus, dass bei einer Schuldenquote von 85 % fiskalische Risiken für eine fortgeschrittene Volkswirtschaft bestehen. Die Europäische Kommission verwendet in ihrer Methodik einen ähnlichen Ansatz.⁷

³ Im Gefolge der europäischen Staatsschuldenkrise hat sich die Anzahl der theoretischen und empirischen Beiträge zu diesem Thema deutlich erhöht. Aktuelle Analysen finden sich bei A. Dieppe und P. Guarda (Hrsg.), Public debt, population ageing and medium-term growth, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 165, 2015; EZB, Wachstumswirkungen einer hohen Staatsverschuldung, Kasten 6, Monatsbericht März 2013; C. Reinhart, V. Reinhart und K. Rogoff, Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 26, Nr. 3, 2012, S. 69-86.

⁴ Siehe J. Aizenman, K. Kletzer und B. Pinto, Economic Growth with Constraints on Tax Revenues and Public Debt: Implications for Fiscal Policy and Cross-Country Differences, Working Paper Series des NBER, Nr. 12750, 2007, und C. Checherita-Westphal, A. Hughes-Hallett, und P. Rother, Fiscal sustainability using growth-maximising debt targets, in: Applied Economics, Bd. 46(6), Februar 2014, S. 638-647.

⁵ Siehe Fußnote 3.

⁶ Siehe beispielsweise Reinhart, Reinhart und Rogoff (2012, a. a. O); C. Checherita und P. Rother, The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area, in: European Economic Review, Bd. 56, Nr. 7, 2012, S. 1392-1405; S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, The real effects of debt, Working Paper Series der BIZ, Nr. 352, 2011.

⁷ Siehe IWF, Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries, 2013, und den Fiscal Sustainability Report 2015 der Europäischen Kommission.

Angesichts der Zielsetzung, die Schuldenquoten auf einem vertretbaren Niveau, etwa unter dem im AEUV festgelegten Referenzwert von 60 %, zu halten, ist es wichtiger, ausreichende Finanzpolster aufzubauen, damit makroökonomische Schocks abgefedert und die infolge der Bevölkerungsalterung zu erwartenden Haushaltsbelastungen bewältigt werden können.

Einige Studien unterscheiden zwischen der optimalen bzw. gleichgewichtigen Schuldenquote und risikoreichen Schuldenständen bzw. Obergrenzen, bei deren Überschreiten eine Staatsinsolvenz droht. Dabei wird die gleichgewichtige Schuldenquote meist auf rund 60 % (oder weniger) geschätzt oder kalibriert.⁸ Freilich handelt es sich hierbei um länderspezifische Werte, die von vielen Faktoren abhängen, wie etwa den strukturellen Merkmalen der Volkswirtschaft und den institutionellen Rahmenbedingungen. Auch die Höhe des staatlichen Vermögens – insbesondere liquider Aktiva – sowie die Laufzeiten- und Gläubigerstruktur der Staatsschulden spielen eine wichtige Rolle, wenn Anleger abwägen, ob sie Schuldtitel eines bestimmten Staates weiter halten oder verkaufen sollen. Indes bleiben bei den Schuldenobergrenzen, die auf Schätzungen anhand historischer Daten basieren, verschiedene Quellen von Eventualverbindlichkeiten der öffentlichen Haushalte häufig unberücksichtigt. Zwar deuten die jüngsten Projektionen zu den alterungsbedingten Ausgaben im Euro-Währungsgebiet auf eine im historischen Vergleich günstigere Entwicklung hin, doch die Haushaltsbelastung dürfte immer noch erheblich sein.⁹ Außerdem stärken ausreichende fiskalische Spielräume in Zeiten finanzieller Schief lagen entscheidend das Vertrauen in die Fähigkeit des Staates, Finanzstabilität zu wahren.¹⁰

Die vorliegende Evidenz zeigt, dass die Rückführung der hohen Schuldenstände aus allgemeinpolitischer Sicht von wesentlicher Bedeutung ist, um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen wiederherzustellen und zur Verbesserung der Fundamentaldaten beizutragen. In Anbetracht der wechselseitigen Beziehung zwischen Verschuldung und Wachstum, bei der sich die von Wirtschafts-, Finanz- und Staatsschuldenkrisen ausgehenden nachteiligen Produktions- und Wohlfahrts-effekte gegenseitig verstärken, kommt es entscheidend darauf an, die Schuldenquoten auf einem vertretbaren Niveau zu halten, um weitere Staatsschuldenkrisen zu verhindern.

⁸ Die von Ghosh et al. (2013) für die Euro-Länder ermittelten Obergrenzen der „gleichgewichtigen“ bzw. langfristigen Schuldenquote fallen mit durchschnittlich 62 % bzw. 74 % für die Stichprobe (je nach zugrunde gelegten Annahmen) deutlich niedriger aus als die Schwellenwerte für einen möglichen staatlichen Zahlungsausfall. Checherita-Westphal et al. (2014, a. a. O.) berechnen ausgehend von durchschnittlichen Schätzungen für die Produktionsproduktivität des öffentlichen Kapitals für eine Stichprobe aus Euro-Mitgliedstaaten eine optimale Schuldenquote von 50 %. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Fall et al. (2015), die das Optimum der Verschuldung des Staates in Verbindung mit seiner Aufgabe, öffentliche Infrastrukturinvestitionen zu finanzieren, bei 50 % bis 80 % des BIP sehen. Siehe A. Ghosh, J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry und M. Qureshi, Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies, in: Economic Journal, Bd. 123(566), 2013, und F. Fall, D. Bloch, J.-M. Fournier und P. Hoeller, Prudent debt targets and fiscal frameworks, OECD Economic Policy Papers, Nr. 15, Juli 2015.

⁹ Siehe Europäische Kommission, The 2015 Ageing Report, European Economy, Ausgabe 3, 2015.

¹⁰ Unter anderem aufgrund der sich in der Krise entfaltenden negativen Rückkoppelungseffekte zwischen Staaten und Banken führten der Abschwung der Realwirtschaft und die Probleme im Finanzsystem zu erheblichen Belastungen und Eventualverbindlichkeiten für die öffentlichen Haushalte. Eine aktuelle Analyse findet sich in EZB, Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors während der Krise, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

2.2 Erkenntnisse aus vergangenen Schuldensenkungsperioden

Verschiedene wissenschaftliche Arbeiten haben sich mit Beispielen eines umfangreichen Schuldenabbaus in der Vergangenheit befasst und festgestellt, dass letzterer nur durch das Zusammenspiel mehrerer Faktoren gelingt.¹¹

Hierzu zählen insbesondere Haushaltsanpassungen, wachstumsfördernde Maßnahmen (wie begleitende Strukturreformen), eine die Erholung unterstützende geldpolitische Ausrichtung und in der Regel auch umfangreiche Privatisierungsprogramme.

Für eine nachhaltige Konsolidierung bedarf es mehrerer Faktoren.

Insbesondere scheint sich der größtmögliche Erfolg einzustellen, wenn der Schuldenabbau durch eine dauerhafte Kürzung laufender (unproduktiver) Ausgaben erreicht wird. Weitere entscheidende Faktoren sind eine institutionelle Stärkung, wozu auch ein gut durchdachter regelbasierter finanzpolitischer Rahmen und eine effektive öffentliche Verwaltung zählen, sowie die Unterstützung durch andere Politikbereiche, insbesondere eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik sowie Strukturreformen, die das Potenzial einer Volkswirtschaft verstärken, die Verschuldung durch Wachstum zu überwinden. Kasten 1 befasst sich mit einigen stilisierten Schuldenstandsszenarios für das Euro-Währungsgebiet und verdeutlicht, wie unterschiedliche Faktoren, z. B. Schwankungen des Potenzialwachstums und der Zinsen, den staatlichen Schuldenaufbau beeinflussen.

Wie die historische Betrachtung zeigt, erzielten viele EU-Länder über längere Zeiträume hinweg deutliche Primärüberschüsse.¹² Dies trifft insbesondere auf Staaten zu, die mit einer hohen und weiter steigenden öffentlichen Schuldenquote zu kämpfen hatten. In der Regel mussten zur Stabilisierung und Verringerung der Staatsschulden von Beginn an nachhaltige Konsolidierungsanstrengungen unternommen werden, sodass hohe Primärüberschüsse erzielt werden konnten, die dann über einen ausgedehnten Zeitraum hinweg aufrechterhalten wurden. Im gegenwärtigen Umfeld einer schwachen Konjunktur mag sich dies etwas schwieriger gestalten, doch die günstigen Zinsbedingungen ermöglichen Haushaltseinsparungen, die besonders in den stark verschuldeten Ländern zur Minderung der Schuldenlast genutzt werden sollten.

¹¹ Siehe C. Nickel, P. Rother und L. Zimmerman, Major public debt reductions: lessons from the past, lessons for the future, Working Paper Series der EZB, Nr. 1241, 2012; E. Baldacci, S. Gupta und C. Mulas-Granados, Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix, Working Paper Series des IWF, WP/10/232, 2010; S. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki und J. Tyson, Dealing with High Debt in an Era of Low Growth, Staff Discussion Note des IWF, SDN/13/07, September 2013.

¹² Insgesamt zehn EU-Mitgliedstaaten (Belgien, Bulgarien, Dänemark, Irland, Spanien, Italien, Luxemburg, Niederlande, Finnland und Schweden) wiesen seit Ende der 1970er-Jahre mindestens zehn Jahre lang ununterbrochen einen Primärüberschuss auf. In sieben dieser Länder (Belgien, Bulgarien, Dänemark, Irland, Luxemburg, Niederlande und Finnland) belief sich der bis zum Jahr 2009 kumulierte Primärüberschuss auf mehr als 50 % des BIP. Siehe EZB, Entwicklung des öffentlichen Schuldenstands und der Primärsalden in den Mitgliedstaaten der EU, Kasten 10, Monatsbericht März 2011, und EZB, Erfahrungen mit nachhaltigen hohen Primärüberschüssen in EU-Ländern, Kasten 8, Monatsbericht Juni 2011.

Kasten 1

Stilisierte Schuldenstandsszenarios für das Euro-Währungsgebiet

Die Entwicklung der öffentlichen Verschuldung wird von drei wesentlichen Faktoren bestimmt – dem „Schneeballeffekt“, dem staatlichen Primärsaldo und den Deficit-Debt-Adjustments. In der Standardgleichung zur Schuldenakkumulation wird dies wie folgt ausgedrückt:¹³

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t + dda_t$$

Die Veränderung der öffentlichen Schuldenquote (Δb_t) in einem Zeitraum t wird berechnet als Summe aus dem aktuellen Primärsaldo¹⁴ (pb_t), dem „Schneeballeffekt“ (erster Term auf der rechten Seite¹⁵) und den Deficit-Debt-Adjustments (dda_t). Der Schneeballeffekt stellt den gemeinsamen Einfluss der Zinsausgaben für die akkumulierten Schulden, des realen BIP-Wachstums und der Inflation auf die Schuldenquote (Nenner) dar. Die Deficit-Debt-Adjustments (Differenz von Defizit und Schuldenstandsänderung) spiegeln die Veränderungen der Schuldenquote wider, die sich nicht im Defizit niederschlagen; solche Bestandsanpassungen können sich beispielsweise aus staatlichen Finanztransaktionen oder Privatisierungserlösen ergeben. Deficit-Debt-Adjustments spielten während der Finanzkrise eine große Rolle.¹⁶

Bei der Analyse finanzpolitischer Szenarios und ihrer Auswirkungen auf die Schuldenakkumulation werden häufig deterministische¹⁷ Projektionen der Staatsverschuldung herangezogen.

Die Europäische Kommission liefert in ihrem jüngsten Tragfähigkeitsbericht (Fiscal Sustainability Report 2015)¹⁸ mittelfristige Schuldenprojektionen für EU-Mitgliedstaaten sowie Aggregate für die EU und den Euroraum bis zum Jahr 2026. Der Bericht beschreibt unter anderem ein Basisszenario, das von einer gleichbleibenden Finanzpolitik ausgeht, sowie ein weiteres Szenario, in dem eine Erfüllung der nach der präventiven Komponente des SWP bestehenden Anforderungen unterstellt wird. Ausgehend von den Grundannahmen des Tragfähigkeitsberichts 2015 veranschaulicht die Abbildung eine Reihe von Schuldenstandsszenarios für das Eurogebiet als Ganzes. Im Basisszenario für das Euro-Währungsgebiet belief sich das Potenzialwachstum im Zeitraum von 2016 bis 2026 im Durchschnitt auf 1,1 %, während sich das Wachstum des BIP-Deflators allmählich von 1,2 % im Jahr 2016 auf 2 % im Jahr 2020 beschleunigen und anschließend stabil bleiben würde. Die Produktionslücke würde sich in diesem Szenario bis 2020 schließen, und der implizite Zinssatz¹⁹ stiege während des Projektionshorizonts von 2,5 % auf 3,7 %. Die Basisprojektionen berücksichtigen auch den von der Europäischen Kommission in ihrem

¹³ Einzelheiten hierzu finden sich in EZB, Sicherung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht April 2011.

¹⁴ Der Primärsaldo wird definiert als gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo abzüglich Zinszahlungen.

¹⁵ g_t bezeichnet das Wachstum des nominalen BIP und i_t den durchschnittlichen Zinssatz der ausstehenden staatlichen Schultitel.

¹⁶ Siehe EZB, Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors während der Krise, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

¹⁷ Traditionelle deterministische Projektionen zur Schuldenstandentwicklung basieren auf der Gleichung zur Schuldenakkumulation, wobei der Einfluss von Veränderungen der Bestimmungsvariablen in der Regel mithilfe von Szenarioanalysen untersucht wird.

¹⁸ Siehe http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf

¹⁹ Der implizite Zinssatz der Staatsschulden wird als prozentualer Anteil der Zinsausgaben für die Vorjahrsschulden an der Verschuldung des laufenden Jahres berechnet.

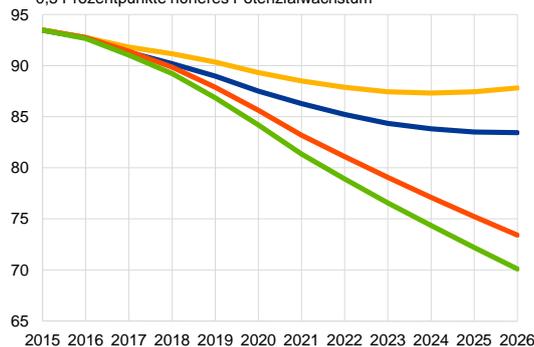
Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015 prognostizierten Anstieg der alterungsbedingten Staatsausgaben.

Abbildung

Stilisierte Schuldenstandsszenarios für das Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

- Basisszenario (keine Veränderung der Finanzpolitik)
- 0,5 Prozentpunkte höherer Zinssatz
- Strukturelle Anpassung von 0,6 % des BIP (Defizitziel: 0,5 % des BIP)
- Strukturelle Anpassung von 0,6 % des BIP; 0,5 Prozentpunkte höheres Potenzialwachstum



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

In dem Szenario, das von einer gleichbleibenden Finanzpolitik ausgeht, würde sich die aggregierte Schuldenquote des Eurogebiets von rund 94 % im Jahr 2015 auf rund 84 % im kommenden Jahrzehnt verringern (siehe blaue Linie).²⁰ Dies

entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Schuldenabbau von ungefähr 1 % des BIP im Zeitraum von 2016 bis 2026. Dabei wären etwa zwei Drittel dieser nominalen Anpassung auf Primärüberschüsse zurückzuführen. Der restliche Rückgang ergäbe sich aus einem (im Durchschnitt) schuldenstandsmindernden Schneeballeffekt, der sich jedoch gegen Ende des Projektionshorizonts im Zusammenhang mit der unterstellten Zunahme der Zinsausgaben umkehrt und eine schuldenstandserhöhende Wirkung entfaltet. Zugleich würden die Primärüberschüsse durch höhere alterungsbedingte Haushaltsbelastungen nach und nach abschmelzen. Diese beiden Effekte erklären die

Abflachung des Schuldenpfads in der zweiten Hälfte des Projektionszeitraums. Die Schuldenstandsanpassung, die sich im Basisszenario mit gleichbleibender Finanzpolitik ergäbe, würde nicht zur Erfüllung der Schuldenregel des SWP ausreichen (siehe Abschnitt 3.2).

Bei einem um 0,5 Prozentpunkte höheren Zinssatz würde der Schuldenstand gegen Ende des Betrachtungshorizonts nach oben tendieren (siehe gelbe Linie). In diesem Szenario wird angenommen, dass der implizite Zinssatz der Staatsverschuldung ab 2017 um 0,5 Prozentpunkte steigt. Verglichen mit dem Basisszenario (blaue Linie) würde sich dadurch die durchschnittliche Schuldenstandsanpassung im Zeitraum von 2016 bis 2026 von rund 1 % des BIP auf 0,5 % des BIP verringern. Diese ungünstigere Entwicklung ergäbe sich vor allem daraus, dass der Schneeballeffekt früher eine schuldenstandserhöhende Wirkung entfalten würde als im Basisszenario, weil die steigende Zinslast den verschuldungssenkenden Effekt des nominalen BIP-Wachstums überwiegen würde.

²⁰ Das Basisszenario für das Euro-Währungsgebiet beruht auf den Annahmen aus dem Tragfähigkeitsbericht 2015 der Europäischen Kommission. Die Schuldenprojektionen bis 2017 basieren auf der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission. Für die Jahre 2018 bis 2026 wird angenommen, dass sich das Potenzialwachstum so entwickelt wie in den von der Arbeitsgruppe „Produktionslücken“ des EU-Ausschusses für Wirtschaftspolitik vereinbarten länderspezifischen Verschuldungspfaden vorgesehen. Für die langfristigen Zinssätze wird eine Konvergenz in Richtung 3 % unterstellt. Darüber hinaus wird angenommen, dass sich die Inflation (gemessen anhand der Veränderung des BIP-Deflators) parallel zur Schließung der Produktionslücke bis 2020 auf 2 % zubewegt. Der strukturelle Finanzierungssaldo wird den Annahmen zufolge ausschließlich von alterungsbedingten Kosten (gemäß den Projektionen im Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015) und den unterstellten Veränderungen der Zinsausgaben beeinflusst.

Im Szenario einer strukturellen Anpassung im Einklang mit der präventiven Komponente des SWP käme es zu einem stärkeren Rückgang der aggregierten Schuldenquote für das Euro-Währungsgebiet, der auch mit der Vorgabe einer „hinreichend rückläufigen“ Schuldenquote im Einklang stünde (siehe rote Linie). Dieses Szenario basiert auf der Matrix der Anpassungserfordernisse im Rahmen der präventiven Komponente des SWP²¹ und unterstellt eine jährliche Verbesserung des strukturellen Finanzierungssaldos von 0,6 % des BIP (ab 2017), bis die Zielvorgabe von 0,5 % des BIP erreicht ist. Eine solche Konsolidierung würde zu einer Verringerung der Schuldenquote bis 2026 um jährlich etwa 2 % des BIP und somit auch zur Einhaltung der Schuldenregel führen. Ausschlaggebend für den größeren Schuldenabbau im Vergleich zum Basisszenario der gleichbleibenden Finanzpolitik wäre dabei der im Durchschnitt erheblich höhere Primärsaldo (rund 1,5 % des BIP über den Projektionshorizont hinweg).

Wird ein höheres Potenzialwachstum des BIP unterstellt, ergibt sich ein günstigerer Schuldenpfad (siehe grüne Linie). Bei diesem Szenario wird die strukturelle Anpassung mit einem Anstieg der Wachstumsrate des potenziellen BIP um 0,5 Prozentpunkte ab 2016 kombiniert. Ein höheres potenzielles BIP-Wachstum ließe sich z. B. durch die Umsetzung von Strukturreformen erzielen. Der Schneeballeffekt wäre somit stärker negativ, d. h. schuldenstandsmindernd, und im Zeitraum von 2016 bis 2026 käme es zu einer durchschnittlichen Schuldensenkung von mehr als 2 % des BIP pro Jahr. Dies entspräche einer „hinreichend rückläufigen“ Schuldenquote, wie sie in der Schuldenregel gefordert wird.

3 Die Schuldenregel des Stabilitäts- und Wachstumspakts

3.1 Entwicklung der öffentlichen Schuldenstände im Euro-Währungsgebiet vor der Krise

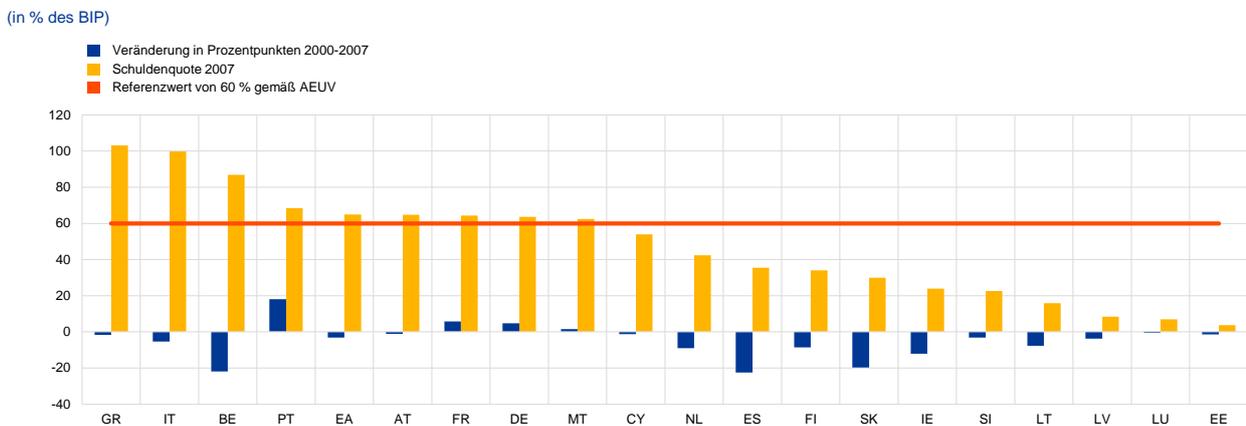
In den Jahren vor der Staatsschuldenkrise haben es zahlreiche Länder des Eurogebiets versäumt, die günstige Wirtschafts- und Finanzlage zum Aufbau fiskalischer Reserven für künftige Abschwungsphasen zu nutzen. In den vorübergehend kräftigen Zuwächsen auf der Einnahmenseite, die sich aus einem nicht aufrechtzuerhaltenden Anstieg der Binnennachfrage ergaben, sahen die Staaten einen Dauerzustand, der sie zur Erhöhung ihrer strukturellen Ausgaben veranlasste. Zugleich war in den Jahren unmittelbar vor und nach Beginn der WWU in vielen Ländern ein deutlicher Rückgang der Zinsbelastung zu beobachten, der jedoch in erster Linie zur Erhöhung der Staatsausgaben und nicht zur Senkung der gesamtstaatlichen Defizite und Schuldenquoten genutzt wurde.²² Viele Euro-Länder machten somit nur sehr begrenzte oder überhaupt keine Fortschritte bei der Verbesserung ihrer Haushaltspositionen. In einer Reihe von Mitgliedstaaten verschlechterte sich der öffentliche Finanzierungssaldo in dieser Phase des kräftigen

²¹ Siehe <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/DE/1-2015-12-DE-F1-1.PDF>

²² Siehe auch EZB, Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik, Monatsbericht Januar 2004.

Wirtschaftswachstums sogar.²³ Folglich wurden die gesamtstaatlichen Schuldenquoten in vielen Ländern des Euroraums vor der Krise bei Weitem nicht so stark gesenkt, wie es in Anbetracht der damals günstigen Konjunkturbedingungen wünschenswert gewesen wäre. So kam es im Zeitraum von 2000 bis 2007 in einigen der zu Beginn des Jahrzehnts am höchsten verschuldeten Euro-Länder nur zu einem äußerst geringen Rückgang (z. B. Griechenland und Italien) oder sogar zu einem weiteren Anstieg (z. B. Portugal) der Verschuldung; eine bemerkenswerte Ausnahme bildete Belgien, dessen hohe Staatsschuldenquote sich um rund 20 Prozentpunkte verringerte (siehe Abbildung 1). Demnach wurde selbst in der Boomphase vor der Krise kein trendmäßiger Rückgang der öffentlichen Schuldenstände herbeigeführt. Im Jahr 2007 überstiegen die Schuldenquoten einer Reihe von Euro-Ländern den Referenzwert von 60 % deutlich.

Abbildung 1
Öffentliche Schuldenquoten im Zeitraum 2000-2007



Quellen: AMECO und EZB-Berechnungen.

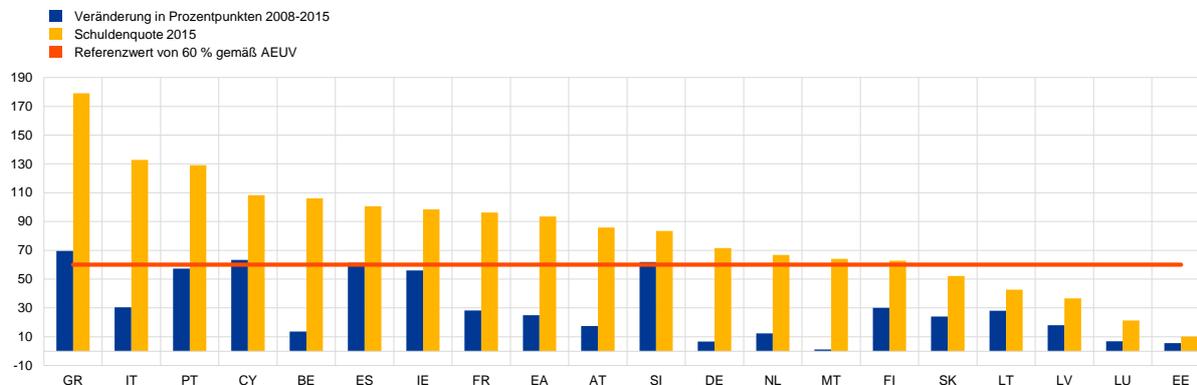
Mit Ausbruch der Krise im Jahr 2008 stiegen die öffentlichen Schuldenstände rasant an (siehe Abbildung 2). Ursächlich hierfür waren rückläufige Wachstumsraten des realen BIP, steigende Anleihenrenditen und in vielen Fällen auch umfangreiche Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Im Jahr 2014 erreichte die aggregierte Schuldenquote des Eurogebiets einen Höchstwert von schätzungsweise 94,5 % gegenüber 68,5 % im Jahr 2007. Nur fünf der 19 Euro-Mitgliedstaaten dürften im Jahr 2015 einen Schuldenstand unterhalb des Referenzwerts von 60 % des BIP aufweisen. Für acht Länder wird eine Verschuldung von über 90 % des BIP erwartet, und in sechs Ländern dürfte sie sogar mehr als 100 % des BIP betragen. (Siehe hierzu die Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission.)

²³ Ein Überblick über die Haushaltsungleichgewichte im Vorfeld der Krise findet sich in C. Kamps, R. de Stefani, N. Leiner-Killinger, R. Ruffer und D. Sondermann, The identification of macroeconomic imbalances: unexploited synergies under the strengthened EU governance framework, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 157, 2014, und A. van Riet (Hrsg.), Euro area fiscal policies and the crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 109, 2010.

Abbildung 2

Öffentliche Schuldenquoten im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum 2008-2015

(in % des BIP)



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Der SWP wurde 1997 unter anderem mit dem Ziel verabschiedet, die seit den 1970er-Jahren bestehende Defizitneigung vieler EU-Länder einzudämmen. Die Tendenz, eine kurzfristig angelegte Finanzpolitik ohne hinreichende Berücksichtigung des mittelfristigen Ausgabendrucks und der langfristigen Tragfähigkeit des Staatshaushalts zu betreiben, führt zu einer prozyklischen fiskalischen Ausrichtung und steigenden Schuldenquoten.²⁴ Deshalb fungiert der SWP auf Grundlage der im AEUV für Defizit- und Schuldenquote festgelegten Obergrenze von 3 % bzw. 60 % als ein gemeinsamer Anker für die dezentralisierte, auf nationaler Ebene durchgeführte Finanzpolitik. Zudem wurde mit der Reform im Jahr 2005 das mittelfristige Haushaltsziel in die präventive Komponente des SWP aufgenommen. Hierbei handelt es sich um eine länderspezifische Vorgabe für den mittelfristigen strukturellen Haushaltssaldo, die unter anderem tragfähige Schuldenquoten unter Berücksichtigung der alterungsbedingten Kosten gewährleisten soll.²⁵

Das Schuldenstandskriterium des SWP wurde seit Beginn der WWU im Grunde nicht umgesetzt. Erstens hielten die Europäische Kommission und der Europäische Rat die bloße Überwachung der Einhaltung des Defizitkriteriums des SWP für ausreichend, um eine Steuerung der nationalen Finanzpolitik in Richtung nachhaltiger Schuldenstände vorzunehmen.²⁶ Dies ist einer der Gründe, weshalb

²⁴ Siehe beispielsweise J. von Hagen und I. Harden, Budget processes and commitment to fiscal discipline, in: European Economic Review, Bd. 39, 1995.

²⁵ Das mittelfristige Haushaltsziel wird von jedem Land in Abhängigkeit von seinen spezifischen Bedingungen und unter Beachtung bestimmter Mindestwerte festgelegt. Damit soll erreicht werden, dass a) der Mitgliedstaat eine Sicherheitsmarge aufrechterhält, um während eines Konjunkturabschwungs eine Verletzung der Defizitobergrenze von 3 % des BIP zu verhindern, b) die Schuldenfähigkeit des Mitgliedstaats unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und fiskalischen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung gegeben ist (z. B. durch Vorziehen eines Teils der prognostizierten Mehrausgaben bei gleichzeitiger Gewährleistung der langfristigen Annäherung der Schuldenquote an einen Wert von 60 %) und c) der Mitgliedstaat über einen Haushaltsspielraum, insbesondere für die Aufrechterhaltung öffentlicher Investitionen, verfügt. Weitere Einzelheiten finden sich in EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

²⁶ Siehe beispielsweise Teil IV des „Report on Public Finances in EMU 2015“ der Europäischen Kommission, in dem konstatiert wird, dass die Schuldenquote nicht als maßgebliches Kriterium für die Empfehlungen des Rates im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit herangezogen wurde.

erhebliche und lang anhaltende Verstöße gegen das Schuldenstandskriterium keine Verfahrensschritte seitens des Europäischen Rates nach sich zogen, die eine Rückführung der Verschuldung auf unter 60 % des BIP sichergestellt hätten. Zweitens war die im AEUV²⁷ festgelegte Anforderung einer „hinreichend rückläufigen“ Schuldenquote vor Einführung der Richtvorgabe für die Schuldensenkung im Jahr 2011 nicht operationalisiert worden. Drittens wurden erhebliche Abweichungen vom Richtwert der strukturellen Konsolidierungsanforderung, der in der präventiven Komponente des SWP festgelegt wurde, um ausreichende Fortschritte auf dem Weg zu einer soliden Haushaltsposition zu ermöglichen, nicht sanktioniert. Da es keinen Korrekturmechanismus gab, der bei Zielverfehlungen hätte greifen können, führten all diese Faktoren zu einer Anhäufung von Staatsschulden.

Fiskalregeln, die direkt auf den öffentlichen Schuldenstand abstellen, bieten den Vorteil einer nachträglichen Korrektur der Haushaltsentwicklung. So schlagen sich Veränderungen der Primärsalden, Zinsausgaben und Deficit-Debt-Adjustments (beispielsweise durch staatliche Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor) letztendlich in der Veränderung der Staatsverschuldung nieder. Effektiv durchgesetzte Schuldenregeln sind somit besser geeignet, das Anwachsen der Staatsverschuldung zu verhindern, als Defizitgrenzen, die keine Korrektur vorangegangener fiskalischer Zielverfehlungen bewirken.^{28, 29}

3.2 Die Ausgestaltung der Schuldenregel im SWP

Eine der wichtigsten Konsequenzen aus der Staatsschuldenkrise war die Operationalisierung des im AEUV enthaltenen Schuldenstandskriteriums im Zuge der als „Sechserpaket“ bezeichneten Reform vom November 2011. Laut Artikel 126 Absatz 2 AEUV ist für die Einhaltung der Haushaltsdisziplin in der EU maßgeblich, „ob das Verhältnis des öffentlichen Schuldenstands zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, dass das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert“. In diesem Sinne konkretisiert die Schuldenregel das angemessene Tempo der langfristigen Konvergenz hin zu einer Verschuldung von 60 % des BIP. So gilt die Schuldentrückführung gemäß EU-Verordnung Nr. 1467/97 (geändert durch EU-Verordnung Nr. 1177/2011) dann als hinreichend und rasch genug, wenn sich der Abstand zur Obergrenze innerhalb von drei Jahren um einen Richtwert von durchschnittlich einem Zwanzigstel pro Jahr verringert. Durch diese Konkretisierung soll sichergestellt werden, dass Länder, deren erhöhte Schuldenquoten größere

²⁷ Artikel 126 Absatz 2 Buchstabe b.

²⁸ Der im neuen, am 2. März 2012 von der großen Mehrheit der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union unterzeichneten Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion niedergelegte Fiskalpakt schreibt die Regel eines ausgeglichenen Haushalts sowie einen Automatismus für die Einleitung von Korrekturmaßnahmen auf nationaler Ebene vor. Deutschland und Österreich haben jeweils eine sogenannte Schuldenbremse eingeführt, die neben der Haushaltsregel auch einen automatischen Korrekturmechanismus umfasst, der bei Abweichungen von den Regelanforderungen greift.

²⁹ Eine Erörterung hierzu findet sich in L. Eyraud und T. Wu, *Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe*, Working Paper Series des IWF, WP/15/67, 2015, S. 35.

Haushaltsungleichgewichte widerspiegeln, sich umso stärker für eine Rückkehr zu vertretbaren Schuldenständen einsetzen.

Die Einhaltung der Schuldenregel des SWP wird in dreierlei Hinsicht beurteilt:

Neben dem zurückliegenden Dreijahreszeitraum wird auch der kommende Zweijahreszeitraum betrachtet, und zusätzlich erfolgt eine Bereinigung um konjunkturelle Einflüsse. Grundsätzlich kann auf Basis des Schuldenstandskriteriums nur dann ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit eröffnet werden, wenn der betreffende Staat in allen drei genannten Analysekonstellationen die Schuldenregel verletzt. Für Länder, die sich bei Inkrafttreten der Schuldenregel am 8. November 2011 in einem Defizitverfahren befanden, gilt für die Dauer von drei Jahren nach Defizitkorrektur eine Übergangsregelung. Bis zum Ende dieser Übergangszeit müssen die Länder eine hinreichende Annäherung an den Richtwert für den Schuldenabbau (d. h. an die 1/20-Regel) vorweisen können, damit danach seine Einhaltung gewährleistet ist. Als Messgröße dient der strukturelle Finanzierungssaldo, dessen Veränderung der von der Kommission festgelegten linearen strukturellen Mindestanpassung (Minimum linear structural adjustment – MLSA) entsprechen muss.^{30, 31}

Durch die Berücksichtigung einschlägiger Faktoren kommt es zu einer gewissen Flexibilisierung der Schuldenregel des SWP. So können bei der Erstellung von Berichten nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV (Einhaltung des Schuldenstandskriteriums) eine Reihe einschlägiger Faktoren berücksichtigt werden, die eine Abweichung vom Richtwert gemindert bzw. verstärkt haben. Hierzu zählen u. a. die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung (auch des Konjunkturzyklus), die mittelfristige Entwicklung der öffentlichen Haushalte (einschließlich bisheriger Anpassungen an das mittelfristige Haushaltsziel) sowie alle sonstigen Faktoren, die aus Sicht des betreffenden Mitgliedstaats für die Prüfung, ob das Schuldenstandskriterium eingehalten wurde, von Bedeutung sind (z. B. die Verschuldung aufgrund gegenseitiger bilateraler und multilateraler Unterstützungsmaßnahmen der Mitgliedstaaten).

3.3 Bisherige Einhaltung der Schuldenregel des SWP

Die Schuldenregel des SWP erwies sich bislang nur für eine begrenzte Zahl von Euro-Ländern als eine verbindliche Vorgabe. Von den 14 Staaten, die seit Inkrafttreten der Regel (d. h. in den Jahren 2012 bis 2015) eine Schuldenquote von mehr als 60 % verzeichneten, befanden sich sieben in einem Defizitverfahren, hatten

³⁰ Zu weiteren Einzelheiten siehe den Verhaltenskodex zum SWP:
http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf

³¹ Die jährliche strukturelle Anpassung, die ein Land im Rahmen der Schuldenregel vornimmt, soll in Relation zum BIP nicht mehr als 0,25 % von der MLSA abweichen. Auf diese Weise ist sichergestellt, dass die Mindestanforderung für die Einhaltung des Richtwerts für die Schuldensenkung am Ende des Übergangszeitraums erfüllt wird. Gleichzeitig darf der verbleibende Anteil der jährlichen strukturellen Anpassung während der Übergangszeit 0,75 % des BIP nicht übersteigen. Siehe Europäische Kommission, Vade mecum on the Stability and Growth Pact, Occasional Paper Series, Nr. 151, Mai 2013
(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp151_en.pdf) .

also den Kommissionsempfehlungen zur Beseitigung ihres übermäßigen Defizits Folge zu leisten. Die übrigen Länder sollten mit ihrer Finanzpolitik sicherstellen, dass sie nach Maßgabe der präventiven Komponente des SWP hinreichende Fortschritte auf dem Weg zum mittelfristigen Haushaltsziel erreichen und zugleich im Einklang mit der Schuldenregel ihre Verschuldung auf ein Niveau in der Nähe des Referenzwerts absenken.³²

Den meisten stark verschuldeten Euro-Ländern wurde durch die Schuldenregel weniger abverlangt als dies im Rahmen der präventiven Komponente des SWP der Fall war. Seit ihrem Inkrafttreten hatte die Schuldenregel nur für die Finanzpolitik Belgiens und Italiens bindende Wirkung. Wie aus der Tabelle hervorgeht, lag die zu ihrer Einhaltung erforderliche strukturelle Anpassung in Form der MLSA in beiden Ländern durchweg über dem im präventiven Teil des SWP vorgesehen Richtwert von 0,5 % des BIP pro Jahr. Der Logik der Schuldenregel folgend war die vorgeschriebene strukturelle Anpassung höher als für Länder, deren Schuldenquote deutlich näher bei 60 % lag.

Insbesondere in sehr hoch verschuldeten Staaten vergrößerten sich die Abstände zum Richtwert der Schuldenregel kontinuierlich. Für Belgien und Italien erhöhte sich die lineare strukturelle Mindestanpassung im Verlauf des Betrachtungszeitraums schrittweise. Hierin spiegelt sich der Mechanismus der Schuldenregel wider, dem zufolge vorangegangene Regelverstöße während des Übergangszeitraums korrigiert werden müssen. Dagegen senkten die übrigen Länder ihren strukturellen Finanzierungssaldo stärker, als dies nach der Schuldenregel eigentlich erforderlich gewesen wäre. Der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission zufolge belief sich die Konsolidierungslücke Belgiens und Italiens gegenüber der Vorgabe der Schuldenregel im Jahr 2014 auf 0,8 % des BIP bzw. 1,2 % des BIP. In Italien weitete sich diese Differenz im Folgejahr schätzungsweise auf rund 2 % des BIP aus.

³² Staaten, die sich am 8. November 2011 in einem Defizitverfahren befanden, sind verpflichtet, während einer Übergangszeit von drei Jahren strukturelle Anpassungen vorzunehmen (d. h. die MLSA umzusetzen). Deutschland beseitigte sein übermäßiges Defizit im Jahr 2011, Italien im Jahr 2012 und Belgien, die Niederlande und Österreich im Jahr 2013. Das auf dem Schuldenstandskriterium beruhende Defizitverfahren gegen Malta wurde erst nach Inkrafttreten der Reform eröffnet und infolge der Defizitkorrektur 2014 wieder eingestellt, sodass die Übergangsregelung nicht greift.

Tabelle

Einhaltung der Schuldenregel und des präventiven Teils des SWP

	Korrektur des übermäßigen Defizits	Übergangszeit gemäß Schuldenregel	Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos (in Prozentpunkten)				Vorgabe der Schuldenregel in der Übergangszeit (d. h. Richtwert gemäß MLSA)				Differenz zur Vorgabe der Schuldenregel in der Übergangszeit (d. h. zur MLSA)				Differenz zum Richtwert für den Schuldenabbau
			2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2015
Belgien	2013	2014-16	0,6	0,7	-0,1	0,2	.	.	0,7	1,1	.	.	0,8	0,9	.
Deutschland	2011	2012-14	1,2	0,4	0,6	-0,1	0,0	-0,7	-2,6	.	-1,2	-1,1	-3,2	.	-5,2
Irland	2015	2016-18	1,1	2,1	1,1	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Italien	2012	2013-15	2,0	0,4	-0,2	0,1	.	0,8	1,0	2,3	.	0,4	1,2	2,2	.
Malta	2011	2012-14	-0,9	0,8	0,1	0,4	-0,6	-0,4	-1,7	.	0,3	-1,2	-1,8	.	-4,9
Niederlande	2013	2014-16	1,3	1,3	0,4	-0,6	.	.	-0,6	-1,3	.	.	-1,0	-0,7	.
Österreich	2013	2014-16	0,7	0,6	0,5	0,4	.	.	0,1	-0,2	.	.	-0,5	-0,6	.

Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Betrachtet wird die Einhaltung der Schuldenregel des SWP durch die Euro-Länder. Beispielsweise beseitigte Belgien sein übermäßiges Defizit im Jahr 2013; im Jahr 2014 begann der dreijährige Übergangszeitraum für die vollständige Einhaltung des Richtwerts für den Schuldenabbau, der im Jahr 2016 endet. Die Vorgabe der Schuldenregel für Belgien entspricht einer Verbesserung des strukturellen Saldos (MLSA) von 0,7 % des BIP in jedem Jahr des Übergangszeitraums 2014-2016. Der Struktursaldo des Landes verschlechterte sich 2014 aber um 0,1 % des BIP, sodass sich die Differenz zur MLSA-Vorgabe im Jahr 2014 auf 0,8 % des BIP ausweitete. Diese Differenz wurde gleichmäßig auf die beiden verbleibenden Jahre der Übergangszeit, d. h. 2015 und 2016, verteilt. Infolgedessen erhöht sich die MLSA für 2015 von ursprünglich 0,7 % des BIP um 0,4 Prozentpunkte auf 1,1 % des BIP. Im Jahr 2015 hat sich der strukturelle Finanzierungssaldo Belgiens schätzungsweise um 0,2 % des BIP verbessert. Hieraus ergibt sich eine Differenz von 0,9 % des BIP gegenüber der MLSA 2015 von 1,1 % des BIP (d. h. 1,1 % des BIP abzüglich der 2015 geleisteten strukturellen Anpassung von 0,2 % des BIP).

Neben unzureichenden strukturellen Verbesserungen im Rahmen des präventiven Teils sorgte auch die Lockerung der Anpassungsvorgaben im Zuge der jüngsten Flexibilisierung des SWP für das Entstehen von Lücken gegenüber dem Richtwert für die Schuldenrückführung (siehe hierzu auch **Kasten 2**).

Infolge des Fiskalpakts erstellte die Kommission im Jahr 2013 Konvergenzzeitpläne, die länderspezifische Fristen für das Erreichen des mittelfristigen Haushaltsziels enthalten.³³ Der Korrekturmechanismus des Fiskalpakts, der bei einer „erheblichen Abweichung“ vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem hierfür vorgesehenen Anpassungspfad automatisch auf einzelstaatlicher Ebene ausgelöst werden soll, dient dazu, eine rasche Annäherung der Länder an ihr jeweiliges Ziel sicherzustellen. Wie Abbildung 3 zeigt, bleiben die Konsolidierungsfortschritte jedoch hinter den seinerzeit ausgesprochenen Empfehlungen zurück. Im Fall Belgiens lässt sich der Abstand zur vollständigen Einhaltung der Schuldenregel mit diesen Konsolidierungslücken erklären. Ähnlich verhält es sich mit Italien: Hätte das Land seinen strukturellen Finanzierungssaldo gegenüber dem Stand 2012 um rund 1,5 Prozentpunkte verbessert, um im Einklang mit seinem mittelfristigen Haushaltsziel und dem Konvergenzzeitplan der Kommission 2014 einen ausgeglichenen Haushalt aufweisen zu können, wäre die Lücke gegenüber der Vorgabe der Schuldenregel nahezu geschlossen worden. Stattdessen wurde das Erreichen der mittelfristigen Haushaltsziele mehrfach aufgeschoben. Dies hing auch mit der Herabsetzung der Konsolidierungsanforderungen zusammen, die sich 2015 aus der Kommissionsmitteilung über die Nutzung der im SWP vorgesehenen

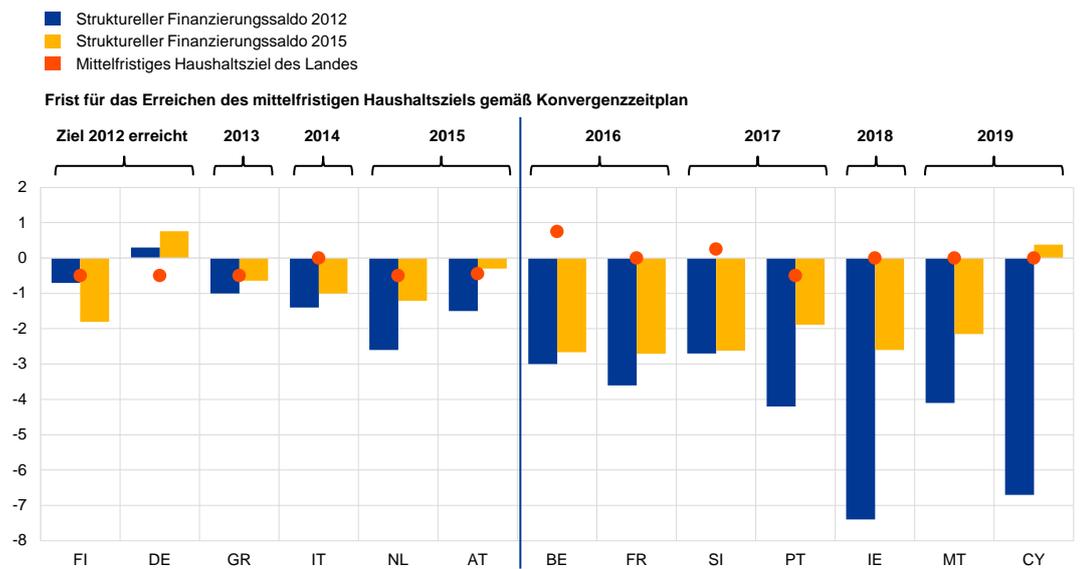
³³ Als Grundlage dienten der Kommission die Haushaltsplanungen, die im Jahr 2013 mit den aktualisierten Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen vorgelegt wurden, sowie der SWP. Siehe Europäische Kommission, Report on Public Finances in EMU 2013, European Economy, Ausgabe 4, 2013, Teil 1, Anhang 1.

Flexibilität ergab.³⁴ Im Hinblick auf Konjunkturlage, Strukturreformen und öffentliche Investitionen wurde die Flexibilität bei der Anwendung dieses Regelwerks präzisiert, aber auch erweitert.

Abbildung 3

Differenz zwischen strukturellem Finanzierungssaldo und Konvergenzzeitplan 2013

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission (Winterprognose 2016 und Report on Public Finances in EMU 2013) sowie EZB-Berechnungen.

Kasten 2

Konsistenz zwischen der präventiven Komponente und der Schuldenregel des SWP

Die Bestimmungen der präventiven Komponente des SWP stehen definitionsgemäß nicht zwangsläufig mit den Vorgaben der Schuldenregel im Einklang. Die präventiven Vorschriften stellen auf das Erreichen und Einhalten der länderspezifischen mittelfristigen Haushaltsziele ab. Wie schnell sich die Mitgliedstaaten diesen Zielvorgaben zu nähern haben, wird anhand der Matrix der Anpassungserfordernisse bestimmt. Als Ankerwert der Schuldenregel dient hingegen die im AEUV festgeschriebene Obergrenze von 60 % für die Schuldenquote. Die Annäherung an diese Referenzgröße sollte nach der 1/20-Regel erfolgen, wonach sich der Abstand durchschnittlich um ein Zwanzigstel pro Jahr als Richtwert zu verringern hat. Somit kann sich nach dem präventiven Teil und nach der Schuldenregel ein unterschiedliches Tempo der Schuldenstandsrückführung ergeben. Außerdem ist durch das Erreichen des länderspezifischen mittelfristigen Haushaltsziels nicht unbedingt die Einhaltung der Schuldenregel gewährleistet.³⁵

³⁴ Zu weiteren Ausführungen siehe EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

³⁵ Die Europäische Kommission kündigte kürzlich in einer Mitteilung über die Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion an, dass sie Vorschläge ausarbeiten wird, um für methodische Konsistenz in Bezug auf die Schuldenregel im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit sowie die mittelfristigen Haushaltsziele der Mitgliedstaaten zu sorgen. Siehe <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015DC0600&from=EN>

Belgien und Italien verfehlten zuletzt deutlich den (übergangsweise geltenden) Richtwert für die Schuldensenkung, erfüllten aber zugleich weitgehend die präventiven Vorschriften des SWP.

Die Europäische Kommission kam im Februar 2015 in ihren Berichten nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV zu dem Ergebnis, dass sowohl Belgien als auch Italien das Schuldenstandskriterium prima facie – d. h. vor Berücksichtigung aller einschlägigen Faktoren – nicht erfüllten, denn die Winterprognose 2015 zeigte eine deutliche Verfehlung der Vorgaben für die erforderliche strukturelle Anpassung auf. Zugleich rechnete die Kommission damit, dass beide Länder den vorgeschriebenen Anpassungspfad in Richtung ihrer jeweiligen mittelfristigen Zielvorgaben weitgehend einhalten würden, was einen einschlägigen Faktor für die Entscheidung gegen die Eröffnung von Defizitverfahren auf der Grundlage des Schuldenstandskriteriums darstellte. Die Diskrepanzen zwischen der Beurteilung gemäß den präventiven Vorschriften und der Einschätzung der Einhaltung der Schuldenregel hatten mehrere Gründe: Erstens lagen die Anpassungserfordernisse im Rahmen der präventiven Komponente (aufgrund der Flexibilität, die Italien gewährt wurde) unter dem Richtwert von 0,5 % des BIP. Zweitens wird die Einhaltung des präventiven Teils nach einer anderen Methode beurteilt als die Erfüllung der Schuldenregel. Drittens kumulieren sich Abweichungen vom Richtwert für den Schuldenabbau im Zeitverlauf, während dies bei der präventiven Komponente nicht der Fall ist.

Aus beispielhaften Szenarios der Schuldenstandsentwicklung geht hervor, dass Belgien und Italien den Richtwert ab 2019 einhalten könnten, wenn sie die Vorschriften des präventiven Teils vollständig befolgen (siehe gelbe Linien in Abbildung A und B).

Das Szenario der vollständigen Einhaltung basiert auf der Annahme, dass ab 2017 eine strukturelle Anpassung gemäß der Matrix der präventiven Komponente erfolgt, die so lange fortgeführt wird, bis das jeweilige mittelfristige Haushaltsziel erreicht ist. In diesem Fall würde Belgien seinen strukturellen Haushaltssaldo von 2017 bis 2019 um 0,6 % des BIP verbessern und ab 2019 den zukunftsbezogenen Richtwert für die Schuldensenkung einhalten. Dadurch würde die Staatsverschuldung jahresdurchschnittlich um etwa 2,5 % des BIP zurückgeführt und beliefe sich 2026 auf rund 80 % BIP. In Italien würden strukturelle Anpassungen im Umfang von 0,6 % des BIP in den Jahren 2017 und 2018 sowie 0,5 % im Jahr 2019 ausreichen, um ab 2019 die zukunftsbezogene Richtvorgabe für den Schuldenabbau sowie das mittelfristige Haushaltsziel zu erfüllen.

In dem Szenario, das von einer weitgehenden Erfüllung der Vorgaben der präventiven Komponente ausgeht, verzögert sich die Einhaltung des zukunftsbezogenen Richtwerts für die Schuldensenkung in Italien um ein Jahr und in Belgien um vier Jahre (siehe rote Linien in Abbildung A und B).

Bei diesem Szenario wird die Marge von 0,25 % des BIP zur Abwendung eines Verfahrens bei einer erheblichen Abweichung einkalkuliert – die strukturellen Anpassungserfordernisse und die mittelfristige Zielvorgabe werden also um diesen Betrag herabgesetzt.³⁶ In Belgien hat dies zur Folge, dass das mittelfristige Haushaltsziel erst drei Jahre später erreicht wird, nämlich im Jahr 2025. Dementsprechend verläuft der Schuldenpfad in diesem Szenario flacher. In

³⁶ Die jüngsten Erfahrungen mit der Umsetzung des SWP haben gezeigt, dass die Mitgliedstaaten dazu neigen, die Abweichungsmarge von vornherein in ihrer Haushaltsplanung zu berücksichtigen, um die Einleitung etwaiger Verfahrensschritte zu vermeiden. So legten nur fünf der zwölf Länder, die der präventiven Komponente unterstellt sind, für 2016 eine Übersicht über die Haushaltsplanung vor, die den betreffenden Vorgaben entsprach, während für die übrigen Mitgliedstaaten lediglich eine weitgehende Einhaltung oder die Gefahr einer Nichteinhaltung konstatiert wurde. Allerdings wurde bei keiner Haushaltsübersicht ein besonders schwerwiegender Verstoß festgestellt, der eine Ablehnung zur Folge gehabt hätte.

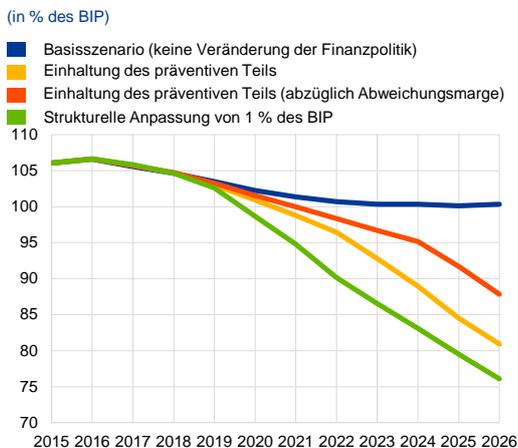
Italien verschiebt sich die Erreichung der mittelfristigen Zielvorgabe in diesem Szenario um ein Jahr auf 2020.

Durch eine strukturelle Anpassung um 1 % des BIP in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels könnten Italien und Belgien den zukunftsbezogenen Richtwert für die Anpassung der Schuldenquote ab 2018 einhalten (siehe grüne Linien in Abbildung A und B).

In diesem Szenario erreicht Belgien sein mittelfristiges Haushaltsziel im Jahr 2020 und führt die Staatsverschuldung bis 2026 auf etwa 75 % des BIP zurück, während Italien 2018 einen ausgeglichenen Haushalt erzielt und die Schuldenquote bis 2026 auf rund 100 % senkt.

Abbildung A

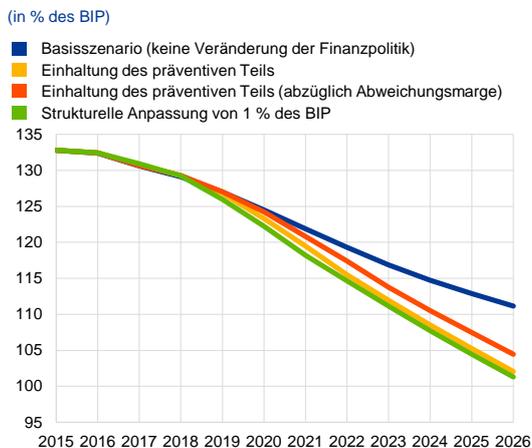
Belgien: Szenarios für die Entwicklung der Staatsverschuldung



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Abbildung B

Italien: Szenarios für die Entwicklung der Staatsverschuldung



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

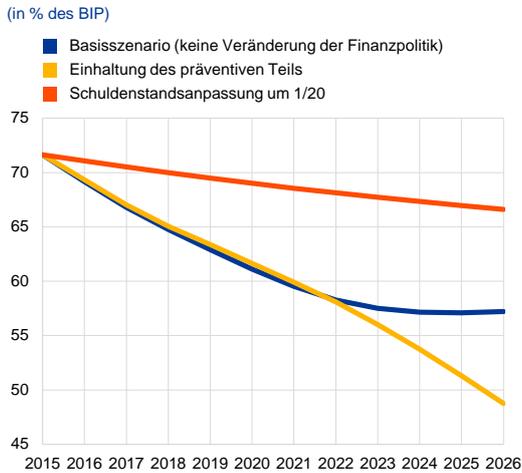
Die Schuldenregel stellt für Länder mit niedrigeren Schuldenquoten, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel erreicht haben, gewöhnlich keine verbindliche Vorgabe dar. Abbildungen C und D zeigen verschiedene Szenarios für die Entwicklung der Staatsverschuldung in Deutschland und Österreich. Da Deutschland gegenwärtig seine mittelfristige Haushaltszielvorgabe übertrifft, verringert sich die Schuldenquote bei gleichbleibender Finanzpolitik stärker als im Szenario, das eine Einhaltung der präventiven SWP-Bestimmungen unterstellt,³⁷ und auch stärker als im Szenario, das von einem Schuldenabbau entsprechend dem Richtwert von einem Zwanzigstel pro Jahr ausgeht (siehe rote Linie in Abbildung C).³⁸ In Österreich wäre (gegenüber dem Basis-szenario) eine gewisse strukturelle Anpassung erforderlich, um im Betrachtungszeitraum 2016 bis 2026 durchgängig die mittelfristige Haushaltszielvorgabe einzuhalten. Dementsprechend geht die Schuldenquote in dem Szenario, das auf eine Einhaltung der präventiven Komponente des SWP abstellt, im Durchschnitt stärker zurück (siehe Abbildung D).

³⁷ In Deutschland verbessert sich der strukturelle Haushaltssaldo gemäß diesem Szenario schrittweise, bis 2018 das mittelfristige Haushaltsziel erreicht und anschließend weiter eingehalten wird.

³⁸ Das Szenario auf Basis der 1/20-Regel für den Verschuldungsabbau beruht auf der Annahme, dass sich der Abstand zum Referenzwert von 60 % des BIP um durchschnittlich ein Zwanzigstel pro Jahr verringert.

Abbildung C

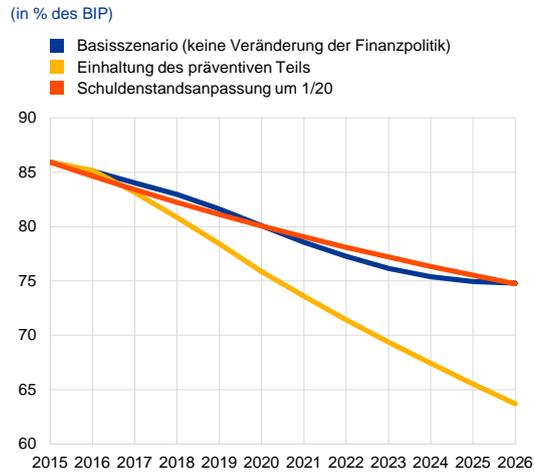
Deutschland: Szenarios für die Entwicklung der Staatsverschuldung



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Abbildung D

Österreich: Szenarios für die Entwicklung der Staatsverschuldung



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

3.4 Verfahrensmäßige Durchsetzung der Schuldenregel des SWP

Bisher basierte nur ein einziges Defizitverfahren auf dem Schuldenstandskriterium. Im Mai 2013 eröffnete der Rat ein Verfahren gegen Malta und empfahl dem Land für 2013 und 2014 eine strukturelle jährliche Anpassung von 0,7 % des BIP, um im Einklang mit der Schuldenregel bis 2014 eine Rückführung des Haushaltsdefizits auf 2,7 % des BIP zu erreichen. Das Verfahren wurde infolge der fristgerechten Defizitkorrektur 2014 eingestellt; Voraussetzung war die Einhaltung der zukunftsbezogenen Vorgabe der Schuldenregel.

Trotz deutlicher (kumulierter) Lücken gegenüber den Übergangsbestimmungen der Schuldenregel hat die Berücksichtigung mildernder einschlägiger Faktoren eine Eröffnung von Defizitverfahren gegen Italien und Belgien bislang verhindert. In ihren vor dem Hintergrund dieser erheblichen Lücken nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV verfassten Berichten bescheinigt die Kommission den beiden Ländern, dass sie seinerzeit das Schuldenstandskriterium erfüllten. Der Kommission zufolge waren drei Faktoren für die Differenz gegenüber den MLSA-Vorgaben verantwortlich.³⁹ Erstens wurde beiden Staaten attestiert, dass sie die strukturellen Anpassungserfordernisse der präventiven Komponente des SWP (weitgehend) erfüllten (siehe hierzu auch Kasten 2). Zweitens wurde auf die ungünstige Konjunkturlage verwiesen, die sich vor allem in einem geringen

³⁹ Bei der Beurteilung der Einhaltung der Schuldenregel können einschlägige Faktoren ungeachtet des Ausmaßes der Abweichung vom Richtwert berücksichtigt werden, während sie in einem auf dem Defizitkriterium beruhenden Defizitverfahren gegen Länder mit Schuldenquoten von mehr als 60 % allenfalls bei einer vorübergehenden und geringfügigen Überschreitung des Referenzwerts in die Betrachtung einfließen können.

Preisaufrtrieb und im Fall Italiens auch in einem negativen realen Wirtschaftswachstum widerspiegelte. Wie in Kasten 3 dargelegt wird, erschweren geringe Wachstums- und Inflationsraten aufgrund ihres ungünstigen Effekts auf die Entwicklung der Staatsverschuldung die Einhaltung des Richtwerts für den Schuldenabbau. Drittens floss auch die Erwartung, dass wachstumssteigernde Strukturreformen umgesetzt werden, in die Länderberichte mit ein. Allerdings wurde nicht konkretisiert, in welchem Umfang die Strukturreformen im Laufe der Zeit zu einer Verringerung der Staatsverschuldung führen werden.

Damit mildernde Faktoren auf transparente Art und Weise in die Beurteilung, ob das Schuldenstandskriterium erfüllt wird, einfließen, müssen sie nach harmonisierten Methoden quantifiziert werden. Bei der Prüfung für Italien und Belgien kamen mildernde einschlägige Faktoren offenbar in besonderem Maße zum Tragen, da sie die zur Einhaltung des Richtwerts für den Schuldenabbau zu leistende strukturelle Anpassung erhöhen. Allerdings führen die beiden Länderberichte die Differenz gegenüber dem Richtwert nicht zur Gänze auf die mildernden Faktoren zurück. Der sich hieraus ergebende Mangel an Transparenz droht die konsequente Anwendung der Schuldenregel und damit deren Wirksamkeit und Glaubwürdigkeit zu untergraben. Daher sollten einschlägige Faktoren in der Analyse quantifiziert werden, und die Differenz zur Vorgabe der Schuldenregel sollte sich mit ihnen vollständig erklären lassen. Die hierfür angewandte Methode sollte die Effekte einschlägiger Faktoren, etwa eines geringen Wirtschaftswachstums oder Preisaufrtriebs, nachvollziehbar quantifizieren. Gleiches gilt in Bezug auf Strukturreformen. Hier wäre zu messen, inwieweit ihre Umsetzung zu einer Verfehlung der Vorgabe der Schuldenregel beiträgt.⁴⁰ Der entsprechende methodische Rahmen wäre im Vorhinein abzustimmen und im Zeitverlauf konsequent und transparent anzuwenden. Geschieht dies nicht, besteht die Gefahr, dass die Schuldenregel umgangen wird.

Kasten 3

Implikationen niedriger Inflations- und Wachstumsraten für die Einhaltung der Schuldenregel

Eine unerwartet schwache Inflationsentwicklung erschwert auf kurze Sicht tendenziell die Einhaltung der Schuldenregel. In aller Regel passen sich die Staatseinnahmen schneller an Preisänderungen an als die Primärausgaben, denn sie entwickeln sich – je nach Anpassungstempo der betreffenden Steuerbasis – weitgehend im Einklang mit dem Inflationstrend, während für die Staatsausgaben üblicherweise im Vorfeld Obergrenzen festgelegt werden, sodass unerwartete Inflationsentwicklungen keine sofortigen Anpassungen nach sich ziehen. Aus diesem Grund wirkt sich eine überraschende Verringerung des Preisaufrtriebs meist negativ auf die Finanzierungssalden aus; sie kann aber auch die Zinsausgaben sinken lassen, wenn diese reagibel gegenüber der kurzfristigen Inflationsentwicklung sind (z. B. im Falle inflationsindexierter oder variabel

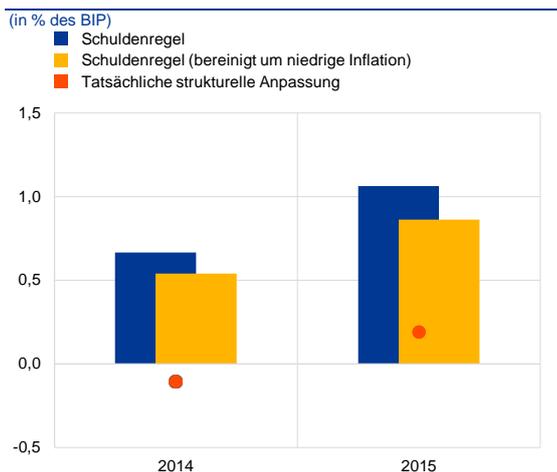
⁴⁰ Siehe hierzu EZB, Die kurzfristigen fiskalischen Auswirkungen von Strukturreformen, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015. Darin wird betont, wie wichtig es ist, die kurzfristigen aus Strukturreformen erwachsenden Haushaltsbelastungen im Rahmen der Strukturreformklausel des SWP zu quantifizieren. Auf diese Weise soll gewährleistet werden, dass bei Anwendung dieser Klausel – die durch die Kommissionsmitteilung vom Januar 2015 zur Flexibilität des SWP erweitert wurde – die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewahrt bleibt und die Bestimmungen des SWP glaubwürdig durchgesetzt werden.

verzinslicher Anleihen), was dem negativen Effekt auf den Primärsaldo entgegenwirken würde. In ihrem Bericht über die öffentlichen Finanzen in der WWU für das Jahr 2015⁴¹ untersuchte die Europäische Kommission die Folgen des unerwartet negativen Inflationsverlaufs im Jahr 2014 für die EU-Mitgliedstaaten. Dabei kam sie zu dem Ergebnis, dass die Auswirkungen auf die Finanzierungssalden im Schnitt wohl relativ begrenzt waren.⁴² Bedeutender ist jedoch, dass ein überraschender Inflationsabfall über einen Denominatoreffekt die Akkumulation der Staatsschulden beschleunigt und somit die Einhaltung des Richtwerts für die Schuldenrückführung erschwert. Geht eine niedrige Teuerung mit einem schwachen Realwachstum (oder einer Kontraktion des realen BIP) einher, wird es schwieriger, die Zielvorgabe der Schuldenregel zu erfüllen. Ein schwaches oder negatives reales Wachstum beeinträchtigt über einen größeren Schneeballeffekt und einen negativen zyklischen Einfluss auf den Primärsaldo die Schuldendynamik.

Laut der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission fiel die strukturelle Konsolidierung 2014 und 2015 sowohl in Italien als auch in Belgien deutlich geringer aus, als dies nach der (übergangsweise für diese Länder geltenden) Schuldenregel erforderlich gewesen wäre. In Belgien hat sich der strukturelle Finanzierungssaldo 2014 verschlechtert, obwohl eine Konsolidierung um 0,7 % des BIP erforderlich gewesen wäre. Im Jahr 2015 wurde zwar eine gewisse Anpassung vorgenommen, doch der Abstand zum Richtwert für die Schuldenregel belief sich auf mehr als 0,25 % des BIP, was eine deutliche Verfehlung darstellt (siehe Abbildung A). In Italien (siehe Abbildung B) lag die strukturelle Konsolidierung (unter Berücksichtigung der zulässigen Abweichungsmarge von 0,25 % des BIP) im Jahr 2013 mit 0,4 % des BIP leicht unter der linearen strukturellen Mindestanpassung (MLSA). 2014 und 2015 kam es indessen zu großen Abweichungen.

Abbildung A

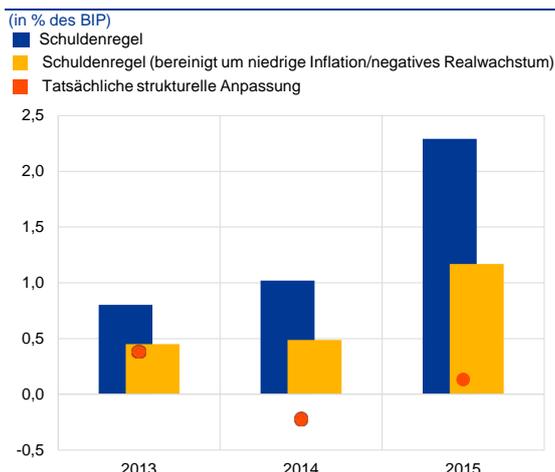
Belgien: Konsolidierungserfordernis gemäß Schuldenregel und tatsächliche strukturelle Anpassung



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Abbildung B

Italien: Konsolidierungserfordernis gemäß Schuldenregel und tatsächliche strukturelle Anpassung



Quellen: Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

⁴¹ Siehe http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip014_en.pdf.

⁴² Die Analyse ergibt, dass sich die Semielastizität der öffentlichen Defizite als Reaktion auf einen unerwarteten deflationären Impuls von 1 Prozentpunkt im ersten Jahr auf rund 0,1 % des BIP beläuft und im Folgejahr sogar noch niedriger ausfällt.

Auch nach Bereinigung um die Auswirkungen des geringen Preisauftriebs und negativer Wachstumsraten verfehlen sowohl Belgien als auch Italien deutlich die Vorgaben der Schuldenregel. Mechanische Simulationen legen nahe, dass die Konsolidierungserfordernisse gemäß der übergangsweise anwendbaren Schuldenregel sensibel auf Veränderungen der Teuerung und des Wachstums reagieren.⁴³ Für Belgien verringert sich für 2014 und 2015 der Anpassungsbedarf gemäß der Schuldenregel um jährlich rund 0,2 % des BIP, wenn ab 2014 ein Wachstum des BIP-Deflators von 2 % unterstellt wird (siehe Abbildung A). Allerdings liegt die tatsächliche durchschnittliche strukturelle Anpassung von 0,1 % des BIP im Zeitraum 2014-2015 erheblich unter der um die Auswirkungen der niedrigen Inflation bereinigten Konsolidierungsvorgabe (0,7 % des BIP im Durchschnitt des Zeitraums 2014-2015). Die entsprechende Simulation für Italien unterstellt neben einem höheren Wachstum des BIP-Deflators ab 2014 ein Nullwachstum des realen BIP im Jahr 2014 (während das tatsächliche Wachstum negativ ausfiel). Dadurch verringert sich der Anpassungsbedarf gemäß der Schuldenregel im Zeitraum 2013 bis 2015 um etwa die Hälfte (siehe Abbildung B). Im Jahr 2013 entsprach die tatsächliche Konsolidierung weitgehend der um das negative Wachstum und die niedrige Inflation bereinigten Vorgabe gemäß der Schuldenregel. In den zwei Folgejahren fiel die strukturelle Anpassung hingegen erheblich niedriger aus als der durchschnittliche bereinigte Konsolidierungsbedarf (rund 0,7 % des BIP).

4 Schlussbemerkungen

Die Verringerung des staatlichen Schuldenüberhangs im Eurogebiet stellt weiterhin eine der wichtigsten politischen Prioritäten dar. Die aggregierte öffentliche Schuldenquote liegt weiterhin oberhalb von 90 % und damit deutlich über dem im AEUV festgelegten Referenzwert von 60 %. Die in diesem Aufsatz vorgestellten stilisierten Schuldenstandsszenarios zeigen, dass eine dem Stabilitäts- und Wachstumspakt entsprechende Haushaltskonsolidierung auf Euroraumebene innerhalb eines Jahrzehnts zu einer erheblichen Rückführung des öffentlichen Schuldenstands beitragen und diesen näher an den Referenzwert bringen würde. Ohne eine derartige Konsolidierung käme es vor allem infolge des steigenden alterungsbedingten Ausgabendrucks und zunehmender Zinsausgaben zu einem deutlich langsameren Verschuldungsabbau.

Auf einzelstaatlicher Ebene kommt es darauf an, durch die Konvergenz in Richtung solider Haushaltspositionen und tragfähiger Schuldenstände den neuerlichen Aufbau finanzieller Polster und die Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften zu ermöglichen. Der mit dem Sechserpaket 2011 eingeführte Richtwert zur Operationalisierung des Schuldenstandskriteriums stellt einen angemessenen Rahmen für die Senkung der in vielen Mitgliedstaaten immer noch sehr hohen Schuldenquoten dar. Neben einem numerischen Richtwert für das

⁴³ Die Simulationen wurden anhand des methodischen Rahmens für die Berechnung der MLSA für die Anwendung des Schuldenstandskriteriums in der Übergangsperiode durchgeführt. Einzelheiten hierzu finden sich in Europäische Kommission, Vade mecum on the Stability and Growth Pact, Occasional Paper Series, Nr. 151, Mai 2013 (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp151_en.pdf). Angesichts der geringen direkten Auswirkungen auf die gesamtstaatlichen Defizite wird lediglich der Denominatoreffekt des höheren Wachstums des BIP-Deflators berücksichtigt.

Tempo des Schuldenabbaus sieht die Schuldenregel auch explizit die Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung vor und bietet durch die Einbeziehung mildernder einschlägiger Faktoren, die dem erforderlichen Konsolidierungsumfang im Wege stehen, zusätzliche Flexibilität.

Die Schuldenregel des SWP, die eine der wichtigsten Konsequenzen aus der europäischen Staatsschuldenkrise darstellt, sollte rigoros angewandt werden.

Aufgrund mildernder einschlägiger Faktoren wurde bislang trotz deutlicher Abweichungen von den Übergangsbestimmungen der Schuldenregel kein Defizitverfahren auf Basis des Schuldenstandskriteriums eröffnet. In Zukunft sollte sichergestellt werden, dass es bei der Einhaltung des Richtwerts für den Schuldenabbau nicht zu unangebrachten Verzögerungen kommt.

Die Anwendung der Schuldenregel bedarf eines gut konzipierten und transparenten methodischen Rahmens, damit eine länderübergreifend und im Zeitverlauf einheitliche Umsetzung gewährleistet ist. Insbesondere sollten bei der Prüfung, ob das Schuldenstandskriterium eingehalten wird, nur quantifizierbare einschlägige Faktoren berücksichtigt werden. Werden der Effekt mildernder einschlägiger Faktoren und ihr Beitrag zu Abweichungen vom Richtwert für die Schuldenrückführung zutreffend quantifiziert, erhöht dies die Transparenz der Analyse. Infolgedessen würde sich der Ermessensspielraum bei der Anwendung der Schuldenregel verringern, was einer effektiveren Umsetzung zugute käme.

Wie die Betrachtung vergangener Schuldensenkungsperioden zeigt, sind zur Rückführung hoher staatlicher Schuldenquoten ergänzende politische Maßnahmen erforderlich. Parallel zur stabilitätsorientierten Geldpolitik, die bereits die Konjunkturerwicklung unterstützt, sollten weitere wirksame Strukturreformen durchgeführt werden, um das Potenzialwachstum im Euroraum zu erhöhen. Darüber hinaus kann auch die Konsolidierung der Staatshaushalte entscheidend dazu beitragen, dass die Länder durch Wachstum ihre Verschuldung überwinden. Vor diesem Hintergrund sollten sie mit ihrer Finanzpolitik auch weiterhin die Fiskalregeln des SWP befolgen. Gleichzeitig sollten alle Länder eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung ihrer Haushaltspolitik anstreben. Durch die Konvergenz in Richtung niedrigerer Schuldenstände und den neuerlichen Aufbau von Finanzpolstern werden auf Euroraumebene die Widerstandsfähigkeit erhöht und die Haushaltsspielräume ausgeweitet, um in Zukunft etwaige negative wirtschaftliche Schocks bewältigen zu können.

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,3	-0,1	5,8
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	3,2	3,7	2,9
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	1,5	3,8	-0,2
2015 Q2	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-0,9	-1,0	-0,9
Q3	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	2,0	1,1	2,7
Q4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,4	0,2	2,3
2016 Q1	51,1	51,4	54,2	51,2	50,3	53,2	50,6	51,3	49,4	.	.	.
2015 Okt.	52,7	55,0	55,3	52,3	49,9	53,9	51,2	53,3	50,8	2,0	2,2	1,8
Nov.	53,3	56,1	55,7	52,3	50,5	54,2	51,8	53,8	50,7	0,4	1,1	-0,2
Dez.	52,2	54,0	55,2	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	1,4	0,2	2,3
2016 Jan.	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	0,9	-0,8	2,1
Febr.	50,2	50,0	52,7	51,0	49,4	53,0	49,9	50,3	48,9	.	.	.
März	50,9	51,1	53,6	49,9	51,3	53,1	50,8	50,9	49,3	.	.	.

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 Dreimonatsdurchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Sept.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
Okt.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
Nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
Dez.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Jan.	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Febr.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
März	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01

Quelle: EZB.

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

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}					Euro-Währungs- gebiet ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Sept.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
Okt.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
Nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
Dez.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Jan.	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Febr.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
März	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21

Quelle: EZB.

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

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamt- index 1	Euro STOXX 50 2	Grund- stoffe 3	Verbrau- chernahe Dienstlei- stungen 4	Konsum- güter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanz- sektor 7	Industrie 8	Techno- logie 9	Versor- gungsun- ternehmen 10	Telekom- munikation 11	Gesund- heits- wesen 12	13	14
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 Sept.	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2
Okt.	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1
Nov.	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8
Dez.	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6
2016 Jan.	320,8	3 030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1 918,6	17 302,3
Febr.	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0
März	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Effektiver Zinssatz ³⁾	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung							
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren			Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 März	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,45	2,24	2,39	2,53	2,29
April	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,02	2,41	2,17	2,35	2,50	2,24
Mai	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,35	2,10	2,29	2,45	2,17
Juni	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
Juli	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,06	2,32	2,21	2,35	2,56	2,22
Aug.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,20	2,33	2,60	2,26
Sept.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
Okt.	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
Nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
Dez.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,42	2,55	2,22
2016 Jan.	0,12	0,62	0,63	1,24	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,98	2,23	2,30	2,40	2,53	2,23
Febr. ^(p)	0,12	0,60	0,60	0,90	6,66	16,88	5,00	6,13	6,47	2,59	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,20

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 März	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,35
April	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,61	1,93	2,02	2,32
Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
Juni	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
Juli	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
Aug.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,39	1,53	2,03	2,13
Sept.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,87	2,17	2,20
Okt.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,43	1,69	2,02	2,14
Nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,37	1,62	1,98	2,09
Dez.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,43	1,77	1,92	2,06
2016 Jan.	0,13	0,27	0,78	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,68	2,06	2,09
Febr. ^(p)	0,13	0,24	0,71	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,10	1,28	1,48	1,73	1,98

Quelle: EZB.

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

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

2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2013	1 253	483	122	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1 320	544	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 261	521	136	.	61	478	65	334	151	36	.	32	82	34
2015 Sept.	1 325	544	127	.	75	520	59	345	162	31	.	29	93	30
Okt.	1 338	551	144	.	74	509	60	363	172	31	.	32	86	42
Nov.	1 350	558	144	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
Dez.	1 261	521	136	.	61	478	65	294	133	50	.	27	57	26
2016 Jan.	1 284	527	138	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
Febr.	1 299	539	137	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
Langfristig														
2013	15 109	4 404	3 088	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15 128	4 047	3 159	.	994	6 285	643	221	66	43	.	16	85	10
2015	15 179	3 781	3 215	.	1 065	6 482	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 Sept.	15 256	3 860	3 234	.	1 042	6 488	632	256	63	82	.	14	93	4
Okt.	15 327	3 854	3 289	.	1 048	6 500	636	232	78	44	.	12	89	10
Nov.	15 372	3 864	3 275	.	1 061	6 528	644	196	67	34	.	16	67	11
Dez.	15 179	3 781	3 215	.	1 065	6 482	637	153	49	60	.	16	23	4
2016 Jan.	15 147	3 746	3 194	.	1 051	6 522	634	203	74	23	.	6	93	8
Febr.	15 099	3 743	3 129	.	1 044	6 550	633	208	65	42	.	4	88	10

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	16 362,0	4 886,5	3 210,4	.	987,4	6 598,1	679,6	5 649,0	569,1	747,3	4 332,7
2014	16 447,6	4 590,6	3 288,5	.	1 052,4	6 823,2	692,9	5 958,0	591,1	784,6	4 582,3
2015	16 440,0	4 301,7	3 351,1	.	1 125,9	6 959,9	701,4	6 745,1	586,1	915,9	5 243,1
2015 Sept.	16 580,7	4 403,7	3 361,5	.	1 116,9	7 007,3	691,3	6 291,3	582,5	822,4	4 886,4
Okt.	16 665,7	4 405,0	3 432,9	.	1 122,3	7 009,4	696,2	6 832,3	612,1	892,6	5 327,6
Nov.	16 721,8	4 422,6	3 418,4	.	1 134,4	7 036,3	710,2	7 030,0	613,9	946,4	5 469,8
Dez.	16 440,0	4 301,7	3 351,1	.	1 125,9	6 959,9	701,4	6 745,1	586,1	915,9	5 243,1
2016 Jan.	16 431,2	4 273,1	3 332,2	.	1 119,3	7 005,6	701,1	6 337,8	490,7	856,2	4 990,9
Febr.	16 398,0	4 281,2	3 265,9	.	1 114,9	7 037,1	698,9	6 235,8	471,7	872,8	4 891,3
Wachstumsraten											
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,6	-7,8	0,4	.	5,1	3,1	1,2	1,4	7,2	1,0	0,7
2015	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 Sept.	-0,5	-7,5	2,1	.	4,4	2,4	-1,9	1,0	3,3	0,6	0,7
Okt.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	0,7
Nov.	0,0	-5,6	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
Dez.	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 Jan.	-0,7	-7,8	1,8	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,8	0,7
Febr.	-1,0	-7,2	-0,2	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,5	0,7

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 Q2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
Q3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
Q4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 Q1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2015 Okt.	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Nov.	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
Dez.	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 Jan.	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Febr.	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
März	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2016 März	-0,6	-1,0	0,0	-0,1	0,3	-1,5	-2,4	0,6	-0,3	-1,3	-0,9	0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016 März	6,8	-1,1	-1,2	0,0	2,5	-3,9	4,1	7,8	0,7	0,4	2,9	2,4

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2015 Q1	22 500,8	23 313,7	-812,9	9 479,7	7 094,0	7 296,1	10 971,1	-67,3	5 101,9	5 248,6	690,4	13 190,0
Q2	22 094,2	22 748,5	-654,3	9 382,6	7 171,3	7 193,4	10 532,3	-26,1	4 885,9	5 044,9	658,5	12 815,0
Q3	21 653,1	22 261,8	-608,6	9 384,2	7 265,4	6 854,8	9 999,3	-33,6	4 803,5	4 997,1	644,2	12 660,8
Q4	22 101,4	22 519,6	-418,2	9 694,9	7 521,1	7 169,5	10 157,5	-42,6	4 635,4	4 840,9	644,2	12 498,8
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2015 Q4	212,5	216,5	-4,0	93,2	72,3	68,9	97,7	-0,4	44,6	46,5	6,2	120,2
Transaktionen												
2015 Q1	599,2	618,0	-18,8	243,6	146,5	128,1	250,4	26,3	195,5	221,1	5,8	-
Q2	95,8	3,1	92,7	123,9	130,7	135,9	8,7	-0,1	-161,5	-136,3	-2,4	-
Q3	87,3	35,8	51,5	119,3	131,9	24,3	-67,4	-0,8	-58,2	-28,8	2,7	-
Q4	31,3	-149,9	181,2	114,7	77,7	106,2	-31,3	45,1	-239,3	-196,3	4,6	-
2015 Sept.	-32,9	-47,2	14,2	33,6	55,3	15,1	9,4	-3,7	-86,2	-111,9	8,3	-
Okt.	235,4	109,0	126,3	119,5	62,6	63,4	24,4	8,0	50,6	22,1	-6,0	-
Nov.	-74,3	-47,6	-26,7	-84,7	-14,3	23,7	1,9	17,9	-33,6	-35,2	2,5	-
Dez.	-129,8	-211,3	81,5	80,0	29,5	19,1	-57,5	19,3	-256,2	-183,3	8,1	-
2016 Jan.	136,7	151,7	-15,0	6,6	-9,9	-16,7	-50,5	10,0	137,9	212,1	-1,1	-
Febr.	170,8	122,4	48,3	67,7	21,1	44,5	-30,4	4,4	52,9	131,8	1,1	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2016 Febr.	611,8	226,5	385,3	494,4	375,2	334,6	-113,7	68,3	-290,6	-35,0	5,1	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2016 Febr.	5,9	2,2	3,7	4,8	3,6	3,2	-1,1	0,7	-2,8	-0,3	0,0	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag ¹⁾			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2013	9 931,8	9 595,2	5 558,5	2 094,5	1 949,0	1 004,3	573,1	366,7	-6,8	336,6	4 373,4	4 036,7
2014	10 106,4	9 732,9	5 631,1	2 128,5	1 984,6	1 007,5	595,7	376,3	-11,3	373,6	4 521,3	4 147,8
2015	10 400,2	9 940,4	5 738,0	2 169,1	2 054,2	1 020,5	631,9	396,5	-20,8	459,7	4 751,0	4 291,3
2015 Q1	2 573,8	2 462,9	1 421,0	538,3	509,0	255,8	154,9	97,0	-5,4	110,9	1 167,6	1 056,8
Q2	2 591,7	2 473,5	1 433,0	540,4	510,1	253,4	155,6	99,8	-10,0	118,2	1 196,8	1 078,7
Q3	2 606,9	2 490,4	1 439,4	543,0	513,6	253,8	156,7	101,7	-5,6	116,5	1 195,2	1 078,7
Q4	2 624,0	2 510,0	1 444,1	546,4	521,6	256,4	161,2	102,7	-2,1	114,0	1 192,5	1 078,4
In % des BIP												
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2015 Q1	0,6	0,8	0,5	0,5	1,4	1,0	2,1	1,5	-	-	1,4	2,1
Q2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,2	2,7	-	-	1,7	1,0
Q3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,0	0,5	1,3	-	-	0,2	1,2
Q4	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	1,1	2,0	0,9	-	-	0,2	0,9
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	0,7	5,2	4,2	-	-	5,0	5,7
2015 Q1	1,3	1,4	1,6	1,1	2,0	0,0	5,0	2,7	-	-	5,3	6,0
Q2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,6	5,2	-	-	6,0	5,8
Q3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,4	3,1	6,9	-	-	4,6	5,5
Q4	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	1,2	5,0	6,5	-	-	3,6	5,3
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2015 Q1	0,6	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-
Q3	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	-	-
Q4	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	-	-
2015 Q1	1,3	1,4	0,9	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
Q2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-
Q3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	-	-
Q4	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,6	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2013	159,334	4,6	19,218	12,0	5,9	15,623	10,7	3,595	24,4	10,300	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,416	23,7	9,932	11,5	8,698	11,8	1,5
2015	160,556	.	17,437	10,9	5,6	14,293	9,8	3,144	22,3	9,251	10,7	8,186	11,0	1,6
2015 Q1	160,090	4,7	17,965	11,2	5,9	14,729	10,1	3,236	22,7	9,536	11,0	8,428	11,4	1,6
Q2	160,462	4,6	17,699	11,0	5,7	14,530	9,9	3,168	22,4	9,393	10,9	8,306	11,2	1,5
Q3	160,591	4,4	17,196	10,7	5,3	14,083	9,6	3,113	22,2	9,132	10,6	8,064	10,9	1,5
Q4	161,081	.	16,890	10,5	5,4	13,830	9,4	3,060	21,9	8,941	10,3	7,948	10,7	1,6
2015 Sept.	-	-	17,083	10,6	-	13,977	9,5	3,106	22,1	9,067	10,5	8,017	10,8	-
Okt.	-	-	17,020	10,6	-	13,919	9,5	3,101	22,1	9,022	10,4	7,997	10,8	-
Nov.	-	-	16,858	10,5	-	13,811	9,4	3,047	21,9	8,905	10,3	7,952	10,7	-
Dez.	-	-	16,791	10,4	-	13,759	9,4	3,033	21,8	8,896	10,3	7,895	10,6	-
2016 Jan.	-	-	16,673	10,4	-	13,663	9,3	3,010	21,7	8,795	10,2	7,878	10,6	-
Febr.	-	-	16,634	10,3	-	13,622	9,3	3,011	21,6	8,812	10,2	7,822	10,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

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

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	12,4	98,8	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,5	132,7	1,5	-6,6	1,2
2013	12,7	97,3	-0,3	1,2	-4,1	0,5	-1,8	32,2	3,3	130,3	2,1	-1,4	0,9
2014	12,7	96,6	0,7	1,8	0,9	2,8	1,2	31,9	3,7	131,5	1,6	3,3	0,9
2015 Q1	12,7	96,0	1,8	2,0	-0,4	4,0	1,5	32,3	4,4	134,0	2,0	2,8	1,2
Q2	12,8	95,7	2,0	2,0	-0,4	2,7	1,6	33,1	5,1	133,1	2,6	4,8	1,4
Q2	12,7	95,6	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,4	132,0	3,0	3,7	1,7
Q4	.	.	1,5	2,2	4,1	3,4	2,9	33,9	7,0	131,8	3,3	8,7	1,7

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz										Vermögensänderungsbilanz ¹⁾		
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 Q1	892,4	808,1	84,3	514,7	439,0	187,7	170,5	164,7	138,9	25,4	59,7	8,8	7,6
Q2	905,2	822,5	82,8	525,8	445,3	190,5	171,8	162,6	146,9	26,4	58,4	9,7	37,4
Q3	892,6	810,3	82,3	514,2	434,6	190,5	174,5	162,6	144,0	25,3	57,2	9,7	4,1
Q4	894,9	810,6	84,3	515,8	431,9	195,3	180,5	157,7	140,8	26,0	57,4	15,4	8,9
2015 Sept.	298,9	268,1	30,7	171,6	143,8	63,5	58,4	55,5	47,1	8,2	18,9	3,0	1,6
Okt.	300,8	272,9	27,9	172,8	144,8	64,8	60,6	54,3	48,0	8,8	19,5	4,9	1,8
Nov.	299,1	269,5	29,5	172,0	144,2	65,4	59,7	52,9	46,3	8,8	19,3	4,3	1,9
Dez.	295,0	268,2	26,9	170,9	142,9	65,1	60,1	50,5	46,6	8,5	18,6	6,3	5,2
2016 Jan.	292,4	264,9	27,5	171,9	141,5	64,0	60,3	48,0	44,8	8,5	18,4	2,7	3,5
Febr.	288,2	269,1	19,0	166,5	141,8	64,3	57,5	48,9	47,5	8,6	22,3	3,5	1,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2016 Febr.	3 576,0	3 254,5	321,5	2 067,0	1 747,1	768,0	702,9	638,0	571,3	103,0	233,3	44,6	57,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2016 Febr.	34,4	31,3	3,1	19,9	16,8	7,4	6,8	6,1	5,5	1,0	2,2	0,4	0,6

1) Nicht saisonbereinigt.

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

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2015 Q1	5,6	1,9	510,2	241,7	106,1	149,8	423,0	448,7	260,2	70,8	109,7	315,7	55,5
Q2	8,2	4,2	514,0	242,6	106,0	153,4	429,4	453,8	265,2	70,7	110,8	317,9	60,0
Q3	4,5	0,9	507,8	235,0	105,7	153,7	423,5	446,4	255,0	71,3	113,3	318,2	51,0
Q4	3,4	2,3	509,7	238,5	105,2	154,8	426,4	445,4	250,2	72,7	114,7	324,7	45,5
2015 Sept.	0,8	-0,4	167,9	77,7	35,2	50,4	141,1	148,3	84,3	23,9	37,8	107,0	15,8
Okt.	0,4	-0,6	168,3	79,9	34,9	50,8	142,8	148,8	84,5	24,8	37,7	107,6	16,1
Nov.	6,2	4,4	170,9	78,8	35,1	51,7	141,2	148,3	82,8	24,1	38,3	107,9	14,5
Dez.	4,0	3,5	170,5	79,7	35,2	52,3	142,5	148,4	82,9	23,9	38,7	109,2	14,9
2016 Jan.	-2,0	-2,8	166,9	77,7	33,1	50,5	139,1	144,1	79,4	22,7	38,2	105,1	12,3
Febr.	1,3	2,1	168,0	.	.	.	139,9	147,8	.	.	.	110,9	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2015 Q1	2,6	5,0	119,1	115,3	121,2	123,5	119,0	106,7	106,6	107,9	105,8	108,8	106,1
Q2	2,9	2,4	117,1	113,6	119,1	121,5	118,2	104,2	104,1	104,0	104,7	107,2	99,4
Q3	1,3	3,0	116,8	111,9	118,9	122,5	117,0	106,0	105,7	106,9	106,7	107,9	99,5
Q4	0,8	5,2	117,8	115,2	117,8	122,6	117,5	107,8	108,6	106,5	107,6	110,1	103,4
2015 Aug.	2,2	5,3	115,1	110,6	116,6	121,4	114,2	105,2	105,4	106,3	105,7	105,4	100,7
Sept.	-1,5	2,5	116,4	111,7	119,7	120,5	117,4	106,5	106,8	106,5	106,3	108,7	100,8
Okt.	-1,7	3,3	117,1	115,4	118,5	122,0	118,8	107,5	108,3	111,1	106,2	110,2	103,8
Nov.	3,7	7,4	118,5	114,3	118,5	122,4	116,9	107,5	107,2	106,7	108,0	110,2	96,2
Dez.	0,5	5,0	117,8	115,9	116,5	123,5	116,8	108,4	110,3	101,8	108,8	109,9	110,2
2016 Jan.	-3,7	-0,6	116,8	114,2	111,0	120,8	115,2	107,5	108,1	101,1	106,6	106,7	108,2

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Nahrungs- mittel und Energie	Waren										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,6	43,5	100,0	12,2	7,4	26,3	10,6	43,5	86,7	13,3
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 Q2	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,3	0,1	0,9
Q3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,2	0,4	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,9
Q4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	0,9	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6
2016 Q1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,3
2015 Okt.	100,3	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,6	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Nov.	100,2	0,1	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6
Dez.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,7	0,0	-1,8	0,0	0,2	0,7
2016 Jan.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,3	0,1	-2,7	0,1	0,3	0,3
Febr.	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3
März	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,5	0,0	1,0	0,3	-0,1	0,4

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohn- mieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2015)	19,7	12,2	7,4	36,9	26,3	10,6	10,6	6,3	7,4	3,1	14,9	7,4
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 Q2	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
Q3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
Q4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 Q1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2015 Okt.	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2
Nov.	1,5	0,7	2,7	-1,7	0,6	-7,3	1,2	1,0	1,2	-0,2	1,3	1,2
Dez.	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2
2016 Jan.	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
Febr.	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3
März	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ¹⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ¹⁾	
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie									Energie
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,2	1,1	
Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,2	
Q3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,6	
Q4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,4	-0,1	2,3	
2015 Sept.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,6	0,6	-0,4	-0,7	0,2	-10,0	-	-	
Okt.	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	-	-	
Nov.	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	-	-	
Dez.	102,1	-3,0	-2,1	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	
2016 Jan.	100,9	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,1	-9,1	-	-	
Febr.	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,1	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,8	-	-	

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewicht ²⁾			Nach Verwendung gewicht ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 Q2	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
Q3	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
Q4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	32,5	-13,3	-4,8	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,7	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	6,2	-15,6	-8,5	-1,4	-14,7
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	31,0	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
März	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-10,8	-5,1	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise		
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
1999-2013	4,8	-	-	-2,1	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,8	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q2	-1,3	3,2	2,9	-15,0	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0	
Q3	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9	
Q4	-2,2	1,9	3,7	-8,6	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 Q1	-4,7	0,8	3,4	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
2015 Okt.	-2,5	2,0	4,6	-10,1	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9	
Nov.	-0,8	2,4	4,1	-8,7	-0,5	45,6	53,3	49,3	49,6	
Dez.	-3,2	1,3	2,3	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4	
2016 Jan.	-4,1	0,3	3,2	-8,0	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1	
Febr.	-5,6	1,5	3,4	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9	
März	-4,4	0,5	3,7	-9,4	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1	

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,8	0,6	1,6	1,4	1,5
2015 Q1	97,6	1,9	2,1	1,1	2,0	1,5	1,5
Q2	108,3	1,7	2,2	0,4	1,8	1,6	1,5
Q3	101,6	1,1	1,5	0,2	1,2	0,9	1,5
Q4	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2013	103,7	1,2	-1,2	2,1	0,3	0,9	-1,6	3,6	-2,9	1,0	1,4	2,1
2014	104,7	1,0	-4,0	1,4	0,7	0,5	0,8	1,3	1,4	2,1	1,2	0,7
2015	105,4	0,6	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6	0,1	3,3	1,6	1,1	0,9
2015 Q1	105,1	0,8	-0,3	0,6	1,2	0,6	-0,2	-0,1	3,4	2,3	1,2	1,0
Q2	105,3	0,7	0,6	0,3	0,9	0,4	0,3	0,1	3,3	1,4	1,1	1,2
Q3	105,6	0,7	0,8	0,0	0,3	0,6	1,3	1,1	3,1	1,9	1,2	0,8
Q4	106,1	0,9	0,4	0,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	3,3	1,1	1,5	0,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2013	105,2	1,6	3,7	2,7	1,2	0,8	0,6	2,0	0,0	1,1	1,6	1,8
2014	106,6	1,3	-1,6	2,0	1,7	1,2	2,0	1,7	1,6	1,6	1,0	1,2
2015	107,9	1,3	1,0	1,6	0,9	1,3	2,3	1,0	2,7	1,5	1,1	1,3
2015 Q1	107,7	1,2	0,5	1,6	0,5	1,0	1,9	1,5	3,0	1,9	1,2	1,4
Q2	107,9	1,4	0,8	1,9	0,6	1,4	2,6	1,3	1,9	1,4	1,2	1,8
Q3	108,2	1,3	0,9	1,4	1,1	1,4	2,2	1,3	2,5	1,7	1,0	1,4
Q4	108,7	1,3	2,2	1,5	1,1	1,7	2,0	0,9	3,3	1,2	1,3	0,7
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2013	101,4	0,4	4,9	0,7	0,8	-0,1	2,2	-1,5	3,0	0,1	0,2	-0,3
2014	101,8	0,3	2,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,5
2015	102,4	0,6	0,7	1,5	0,5	0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,4
2015 Q1	102,5	0,4	0,8	1,0	-0,6	0,5	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,0	0,3
Q2	102,5	0,7	0,2	1,6	-0,4	1,1	2,3	1,1	-1,3	0,0	0,1	0,6
Q3	102,5	0,6	0,1	1,4	0,8	0,7	1,0	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,5
Q4	102,5	0,4	1,9	0,6	1,3	0,3	1,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,8	2,5	1,5	2,2	2,1	3,0
2014	108,5	1,2	-0,4	1,8	1,5	1,3	1,8	1,7	1,2	1,2	0,7	1,3
2015	109,6	1,1	0,7	1,2	0,3	1,3	1,2	1,3	2,4	1,3	1,1	0,9
2015 Q1	109,5	1,4	1,0	1,9	0,5	1,5	1,1	2,1	2,8	2,1	1,0	0,4
Q2	109,6	1,2	0,2	1,5	0,3	1,7	1,5	1,5	0,7	1,1	1,0	1,1
Q3	109,7	1,0	0,6	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	1,9	1,3	0,9	0,4
Q4	110,3	1,2	1,4	0,9	0,4	1,7	1,2	1,0	3,2	1,1	1,7	0,5
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,3	0,7	2,6	-1,0	4,4	1,2	0,7	0,9
2014	103,8	0,3	3,6	0,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,7	-0,6	-0,6	0,6
2015	104,3	0,5	-0,2	1,1	-0,1	1,0	0,9	1,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,1
2015 Q1	104,4	0,6	0,1	1,2	-0,4	1,1	1,8	2,0	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3
Q2	104,4	0,6	-0,3	1,2	-0,7	1,6	1,5	1,3	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
Q3	104,2	0,4	-0,6	1,1	0,3	1,0	-0,3	0,6	-1,7	-0,7	-0,3	-0,2
Q4	104,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	-0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte								Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5								
Bestände												
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 952,3	5 920,8	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	427,7	104,7	656,3	10 324,3
2015	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2015 Q1	993,5	5 154,9	6 148,4	1 529,1	2 149,9	3 679,1	9 827,5	125,8	437,5	96,6	659,9	10 487,4
Q2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,2
Q3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10 696,2
Q4	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2015 Sept.	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	457,6	73,3	629,2	10 696,2
Okt.	1 029,9	5 487,7	6 517,6	1 438,5	2 164,3	3 602,8	10 120,4	106,8	473,5	76,9	657,1	10 777,5
Nov.	1 037,4	5 544,3	6 581,8	1 448,3	2 162,6	3 610,8	10 192,6	91,5	485,2	82,0	658,7	10 851,3
Dez.	1 034,5	5 569,8	6 604,3	1 447,5	2 160,6	3 608,1	10 212,4	77,1	479,2	71,0	627,4	10 839,8
2016 Jan.	1 044,5	5 622,6	6 667,1	1 450,2	2 156,8	3 607,0	10 274,0	86,1	471,1	78,7	635,9	10 909,9
Febr. ^(p)	1 046,9	5 669,2	6 716,1	1 430,3	2 165,1	3 595,4	10 311,4	92,9	475,3	88,3	656,5	10 967,9
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,3	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,7	24,6	374,4
2015	64,8	576,6	641,4	-143,3	12,0	-131,3	510,1	-47,8	49,6	-26,4	-24,7	485,4
2015 Q1	23,8	166,6	190,4	-56,9	2,0	-54,8	135,6	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,6
Q2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	3,6	3,9	-27,6	108,0
Q3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,4	8,4	119,4
Q4	6,3	129,1	135,4	-3,5	-4,0	-7,5	127,9	-21,5	21,7	-2,6	-2,4	125,5
2015 Sept.	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-3,9	-6,6	26,7
Okt.	1,7	49,4	51,1	-12,1	-0,2	-12,3	38,7	8,2	16,0	4,4	28,6	67,3
Nov.	7,6	48,3	55,8	7,4	-1,9	5,5	61,3	-15,7	11,8	5,2	1,3	62,6
Dez.	-3,0	31,4	28,5	1,2	-1,9	-0,6	27,9	-14,0	-6,1	-12,2	-32,3	-4,4
2016 Jan.	10,1	54,7	64,8	3,1	-3,7	-0,6	64,2	9,1	-2,7	4,7	11,1	75,3
Febr. ^(p)	2,4	46,0	48,4	-18,2	8,3	-9,8	38,6	6,7	4,2	8,5	19,4	58,0
Wachstumsraten												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 Q1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,7	5,6	4,7
Q2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,7	0,6	4,9
Q3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
Q4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2015 Sept.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,5	0,7	4,9
Okt.	8,1	12,3	11,6	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,1	6,6	3,2	5,2
Nov.	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,3	2,7	5,0
Dez.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-26,2	-3,8	4,7
2016 Jan.	6,1	11,3	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,2	9,4	-16,1	-1,5	5,0
Febr. ^(p)	5,7	11,2	10,3	-7,4	1,0	-2,5	5,4	-27,9	9,4	-12,4	-1,1	5,0

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Bestände													
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 815,2	1 318,7	365,8	111,6	19,2	5 556,6	2 751,2	809,6	1 992,8	3,0	895,8	222,7	333,1
2015	1 927,4	1 480,9	321,8	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,4	224,6	362,5
2015 Q1	1 848,5	1 381,7	340,2	111,8	14,9	5 597,8	2 839,3	762,8	1 991,9	3,8	947,6	225,7	340,2
Q2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 646,7	2 910,7	735,1	1 998,1	2,8	955,7	228,1	340,9
Q3	1 901,0	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,4	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
Q4	1 927,4	1 480,9	321,8	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,4	224,6	362,5
2015 Sept.	1 901,0	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,4	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
Okt.	1 937,3	1 493,6	316,7	116,9	10,1	5 706,8	3 003,6	705,6	1 994,2	3,5	964,5	222,4	366,1
Nov.	1 934,2	1 486,9	321,4	116,8	9,1	5 728,0	3 033,3	698,5	1 992,2	3,9	990,4	222,4	371,7
Dez.	1 927,4	1 480,9	321,8	116,5	8,2	5 751,1	3 061,0	694,3	1 993,1	2,6	989,4	224,6	362,5
2016 Jan.	1 966,2	1 521,0	319,9	115,5	9,8	5 764,6	3 077,4	694,5	1 989,1	3,6	983,0	224,2	377,7
Febr. ^(p)	1 977,4	1 530,9	320,9	116,0	9,6	5 795,1	3 102,8	693,4	1 996,0	3,0	979,6	232,0	373,4
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,5	91,2	-25,5	1,5	2,4	140,5	209,8	-65,7	-1,8	-1,7	53,4	7,5	21,7
2015	99,8	140,2	-34,1	4,9	-11,2	194,8	302,8	-108,2	0,7	-0,4	76,7	-1,7	27,9
2015 Q1	29,5	48,9	-14,9	0,1	-4,6	39,0	79,1	-41,1	0,2	0,8	35,0	1,5	7,5
Q2	13,3	31,7	-16,8	1,0	-2,6	50,7	73,3	-28,0	6,4	-1,0	12,3	2,8	0,9
Q3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,9	78,3	-27,7	-1,9	0,2	10,3	-10,2	13,4
Q4	14,5	18,6	-2,8	0,7	-2,0	56,2	72,1	-11,4	-4,0	-0,5	19,1	4,2	6,1
2015 Sept.	12,4	9,5	-0,4	1,4	2,0	21,3	28,9	-7,3	-0,2	-0,1	-3,0	-6,6	1,9
Okt.	25,2	31,9	-7,8	1,1	0,0	10,6	15,0	-2,0	-2,9	0,5	-4,5	4,5	9,5
Nov.	-7,6	-10,1	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
Dez.	-3,1	-3,3	1,3	-0,3	-0,8	24,2	28,4	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016 Jan.	40,3	41,2	-1,6	-0,9	1,6	13,9	16,4	0,5	-4,0	1,0	-5,7	-0,5	15,0
Febr. ^(p)	10,9	9,5	1,1	0,5	-0,1	30,4	25,2	-1,1	6,8	-0,6	-3,7	7,9	-2,7
Wachstumsraten													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,3	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 Q1	4,7	9,9	-9,8	0,8	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,6	-0,5	5,2
Q2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Q3	5,1	10,8	-12,3	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
Q4	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 Sept.	5,1	10,8	-12,3	2,3	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
Okt.	6,6	12,2	-11,5	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-25,6	10,8	-3,7	9,8
Nov.	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,7	-4,7	10,9
Dez.	5,5	10,6	-9,5	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 Jan.	6,5	10,8	-9,0	4,4	-17,6	3,8	10,5	-11,3	0,2	-12,4	9,2	-3,1	9,8
Febr. ^(p)	6,5	10,5	-7,5	4,7	-28,8	4,0	10,5	-10,1	0,4	-25,5	7,0	1,8	7,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,5	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014	3 605,5	1 131,8	2 473,7	12 562,3	10 510,7	10 920,7	4 271,7	5 200,4	909,8	128,9	1 276,9	774,7
2015	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,6	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8
2015 Q1	3 671,7	1 148,5	2 523,2	12 674,1	10 611,8	11 008,5	4 301,5	5 234,0	941,6	134,7	1 274,1	788,2
Q2	3 680,4	1 137,4	2 543,0	12 636,4	10 592,2	10 986,5	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 254,8	789,4
Q3	3 815,9	1 127,1	2 688,8	12 652,5	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,4	777,3
Q4	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,6	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8
2015 Sept.	3 815,9	1 127,1	2 688,8	12 652,5	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,4	777,3
Okt.	3 835,6	1 119,8	2 715,8	12 695,5	10 607,1	11 003,3	4 290,2	5 301,9	890,6	124,3	1 296,6	791,8
Nov.	3 877,8	1 118,4	2 759,4	12 736,0	10 650,2	11 046,6	4 307,5	5 310,0	908,2	124,4	1 287,6	798,2
Dez.	3 893,3	1 109,5	2 783,9	12 679,6	10 591,7	10 989,6	4 273,4	5 307,5	887,3	123,6	1 301,1	786,8
2016 Jan.	3 965,3	1 117,2	2 848,1	12 689,8	10 617,5	11 013,8	4 289,2	5 312,0	890,8	125,5	1 306,0	766,3
Febr. ^(p)	4 005,6	1 117,7	2 888,0	12 728,2	10 658,6	11 043,9	4 301,6	5 330,8	899,8	126,4	1 308,7	760,9
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-268,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	16,0	56,1	-104,0	-50,3	-32,1	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	283,8	-20,7	304,6	96,7	68,5	48,5	0,7	98,0	-24,7	-5,5	24,2	4,0
2015 Q1	40,3	16,5	23,8	34,1	45,2	31,7	8,3	19,2	12,4	5,3	-3,5	-7,5
Q2	58,0	-10,7	68,6	0,2	7,6	1,5	-0,3	30,7	-23,8	1,0	-14,1	6,7
Q3	112,2	-10,2	122,3	54,8	-7,9	-2,8	-6,0	24,7	-12,3	-14,4	64,3	-1,6
Q4	73,4	-16,4	89,8	7,6	23,5	18,1	-1,4	23,4	-1,0	2,6	-22,4	6,5
2015 Sept.	35,0	-6,1	41,1	-29,7	-26,0	-27,4	-10,4	11,4	-19,6	-7,4	5,6	-9,3
Okt.	10,1	-7,7	17,8	16,2	27,3	25,3	7,0	15,0	2,2	3,1	-19,1	8,0
Nov.	36,6	-1,5	38,1	18,7	35,4	31,3	12,5	8,3	14,6	0,0	-20,4	3,7
Dez.	26,7	-7,1	33,9	-27,3	-39,1	-38,6	-20,9	0,1	-17,9	-0,5	17,1	-5,2
2016 Jan.	61,5	5,1	56,4	26,8	35,9	33,0	22,3	6,7	4,9	2,0	7,0	-16,0
Febr. ^(p)	36,7	0,1	36,6	44,6	43,2	40,7	15,0	18,8	8,6	0,8	3,8	-2,4
Wachstumsraten												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,6	0,4	0,0	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015 Q1	2,8	1,9	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,4	14,1	-4,9	3,2
Q2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
Q3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
Q4	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,6	0,4	0,0	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015 Sept.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
Okt.	6,9	0,2	9,9	0,9	0,9	0,7	0,3	1,8	-1,5	2,0	0,0	2,5
Nov.	7,8	-0,7	11,7	1,1	1,2	0,9	0,7	1,9	-0,2	-1,4	-0,7	3,4
Dez.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,6	0,4	0,0	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016 Jan.	8,7	-2,5	13,8	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3
Febr. ^(p)	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,1	0,9	0,6	2,2	-1,5	-6,9	2,9	-1,4

Quelle: EZB.

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

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾				2	7				8	10
Bestände										
2013	4 353,6	4 407,7	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 546,6	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 271,7	4 329,7	1 080,7	720,5	2 470,4	5 200,4	5 545,3	563,4	3 861,0	776,0
2015	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 639,0	595,6	3 948,3	763,6
2015 Q1	4 301,5	4 357,4	1 089,2	734,6	2 477,8	5 234,0	5 570,3	567,8	3 890,9	775,3
Q2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,2	578,7	3 908,9	771,0
Q3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,6	5 277,6	5 611,4	582,4	3 926,5	768,7
Q4	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 639,0	595,6	3 948,3	763,6
2015 Sept.	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,6	5 277,6	5 611,4	582,4	3 926,5	768,7
Okt.	4 290,2	4 350,6	1 062,6	755,6	2 472,1	5 301,9	5 630,1	594,9	3 940,6	766,5
Nov.	4 307,5	4 365,8	1 076,6	755,6	2 475,3	5 310,0	5 638,7	596,8	3 944,8	768,3
Dez.	4 273,4	4 333,7	1 038,2	758,5	2 476,7	5 307,5	5 639,0	595,6	3 948,3	763,6
2016 Jan.	4 289,2	4 352,3	1 048,5	765,8	2 475,0	5 312,0	5 643,3	596,4	3 953,2	762,4
Febr. ^(p)	4 301,6	4 360,5	1 051,1	775,8	2 474,8	5 330,8	5 651,7	602,5	3 966,7	761,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-132,9	-145,1	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-15,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,0	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	5,9	-2,9	-3,4	-9,1
2015	0,7	6,4	-45,7	32,3	14,1	98,0	76,7	21,6	80,1	-3,6
2015 Q1	8,3	5,7	-1,0	7,5	1,8	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
Q2	-0,3	0,9	-3,0	7,3	-4,5	30,7	20,8	9,4	22,5	-1,2
Q3	-6,0	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	26,5	5,2	19,8	-0,3
Q4	-1,4	0,5	-22,6	13,5	7,6	23,4	18,3	5,1	20,3	-1,9
2015 Sept.	-10,4	-9,8	-24,0	3,6	10,0	11,4	9,7	1,3	10,2	-0,1
Okt.	7,0	10,2	-5,6	10,1	2,5	15,0	7,5	3,0	12,5	-0,6
Nov.	12,5	9,4	15,5	-2,4	-0,7	8,3	8,7	2,6	3,6	2,1
Dez.	-20,9	-19,0	-32,5	5,8	5,7	0,1	2,1	-0,6	4,2	-3,4
2016 Jan.	22,3	24,1	13,1	6,2	3,0	6,7	6,2	1,2	6,0	-0,6
Febr. ^(p)	15,0	17,9	3,5	11,4	0,1	18,8	9,4	6,3	13,2	-0,7
Wachstumsraten										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,4	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Q1	-0,6	-0,7	-0,8	2,0	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,8
Q2	-0,2	-0,4	-1,1	2,2	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,9
Q3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Q4	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 Sept.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Okt.	0,3	0,4	-3,1	5,0	0,4	1,8	1,2	2,9	2,0	-0,4
Nov.	0,7	0,7	-0,9	3,5	0,5	1,9	1,4	3,6	2,1	-0,2
Dez.	0,0	0,1	-4,2	4,4	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Jan.	0,5	0,6	-3,1	4,7	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
Febr. ^(p)	0,6	0,9	-2,9	6,3	0,5	2,2	1,6	5,2	2,3	-0,3

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 188,6	2 248,9	92,2	2 381,7	2 465,8	1 383,3	226,5	184,5	139,7
2015	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,6	1 331,3	283,5	205,9	135,6
2015 Q1	283,2	7 320,8	2 258,5	90,6	2 395,7	2 576,0	1 505,5	240,1	236,3	160,6
Q2	265,2	7 169,4	2 223,1	86,7	2 330,6	2 529,0	1 459,0	242,1	224,6	147,1
Q3	287,6	7 101,6	2 223,8	83,7	2 264,4	2 529,7	1 361,8	255,2	213,6	140,0
Q4	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,6	1 331,3	283,5	205,9	135,6
2015 Sept.	287,6	7 101,6	2 223,8	83,7	2 264,4	2 529,7	1 361,8	255,2	213,6	140,0
Okt.	347,8	7 107,3	2 207,4	82,2	2 257,1	2 560,5	1 396,2	305,3	196,4	144,9
Nov.	296,0	7 123,8	2 189,4	80,3	2 284,3	2 569,9	1 385,8	271,5	217,7	146,0
Dez.	278,3	7 069,6	2 184,2	79,8	2 254,1	2 551,6	1 331,3	283,5	205,9	135,6
2016 Jan.	306,2	7 049,6	2 174,2	78,6	2 221,8	2 575,0	1 308,2	302,4	215,0	141,7
Febr. ^(p)	294,6	7 074,4	2 185,3	77,6	2 193,1	2 618,4	1 305,8	297,2	246,6	142,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2013	-44,9	-89,7	-19,0	-14,3	-137,3	80,9	362,0	-62,5	32,2	43,7
2014	-5,7	-162,5	-122,3	2,0	-151,4	109,1	238,4	-0,2	0,7	17,8
2015	7,5	-217,0	-104,0	-13,5	-203,6	104,1	-97,2	-7,4	21,4	-4,0
2015 Q1	15,5	-36,9	-27,8	-2,6	-52,3	45,8	3,4	33,3	51,7	21,0
Q2	-18,0	-87,3	-34,7	-3,9	-50,5	1,9	-0,2	-55,3	-11,8	-13,6
Q3	22,0	-37,6	6,1	-3,1	-58,5	17,9	-64,1	0,9	-11,0	-7,1
Q4	-11,9	-55,2	-47,5	-3,9	-42,3	38,5	-36,3	13,7	-7,7	-4,3
2015 Sept.	12,8	-19,9	-1,1	-0,6	-25,1	6,9	7,4	6,9	6,6	11,6
Okt.	58,0	-33,9	-23,4	-1,5	-17,5	8,6	10,7	54,4	-17,2	5,0
Nov.	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,0	-15,3	-40,3	21,3	1,1
Dez.	-18,1	-10,1	-3,0	-0,5	-18,5	11,9	-31,8	-0,4	-11,7	-10,4
2016 Jan.	27,8	-33,3	-9,3	-1,1	-22,5	-0,4	-30,0	11,5	9,1	6,9
Febr. ^(p)	-11,5	-14,8	11,4	-1,0	-30,9	5,7	-49,9	0,3	31,6	0,9
Wachstumsraten										
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,3
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,2	-	-	11,6	-2,9
2015 Q1	5,5	-2,7	-5,9	-0,1	-6,8	4,6	-	-	33,4	37,6
Q2	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,3	-	-	31,0	23,5
Q3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
Q4	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,2	-	-	11,6	-2,9
2015 Sept.	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,0	-	-	30,5	15,0
Okt.	29,6	-3,5	-4,2	-10,1	-9,0	3,0	-	-	7,2	19,6
Nov.	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7
Dez.	3,1	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,2	-	-	11,6	-2,9
2016 Jan.	3,4	-3,3	-4,4	-15,3	-8,8	3,4	-	-	5,7	7,0
Febr. ^(p)	10,0	-3,4	-3,6	-15,5	-9,4	3,1	-	-	8,2	-1,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.3 Verschuldung

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

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

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Wachstum/Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			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	
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 Q4	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 Q1	0,8	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
Q2	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,5	1,5
Q3	-0,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	1,7

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	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		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2014 Q4	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 Q1	15,1	13,1	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
Q2	15,1	13,1	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
Q3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
2015 Okt.	15,5	13,5	4,2	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Nov.	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
Dez.	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Jan.	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2
Febr.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
März.	15,4	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1

Quelle: EZB.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

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

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2016

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 20. April 2016.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-16-003-DE-N (Online-Version)