



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2015



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	10
3 Konjunkturentwicklung	11
4 Preise und Kosten	14
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	16

Kästen

1 Die Handelsbeziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und China	20
2 Gründe für die jüngste Zunahme der Ölpreisvolatilität	24
3 Analyse des jüngsten Konsumwachstums im Euro-Währungsgebiet	27
4 Neue Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten an den privaten Sektor	30
5 Zur Schaffung eines Europäischen Fiskalausschusses	34

Aufsätze

1 Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB	38
2 Die kurzfristigen fiskalischen Auswirkungen von Strukturreformen	62
3 Europäische Statistiken: Wie das Europäische System der Zentralbanken und das Europäische Statistische System zusammenarbeiten	84

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

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Die Weltwirtschaft verzeichnete im dritten Quartal 2015 erneut ein moderates Wachstum, wenngleich mit deutlichen Unterschieden zwischen wichtigen Volkswirtschaften. Nach einer konjunkturellen Belebung im zweiten Vierteljahr dürfte sich die Wachstumsdynamik in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich wieder abgeschwächt haben, während die Entwicklung in Japan vergleichsweise verhalten blieb. In China lassen die Wirtschaftsdaten für das dritte Jahresviertel weiterhin auf eine allmähliche Abkühlung schließen. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften führte der vorangegangene Rückgang der Rohstoffpreise zu divergierenden Wachstumsraten in den rohstoffimportierenden und den rohstoffexportierenden Ländern. Der Welthandel entwickelte sich nach wie vor gedämpft, während sich weltweit die Gesamtinflation in den letzten Monaten auf niedrigem Niveau stabilisierte.

Die Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet weisen weiterhin eine leichte Volatilität auf. Die Staatsanleiherenditen sind in allen Euro-Ländern deutlich gesunken. Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum verringerte sich seit Anfang September um rund 30 Basispunkte und lag am 21. Oktober bei 1,16 %. Indes stiegen die Aktienkurse im Eurogebiet bis zum Ende der Berichtsperiode um rund 2 %, wenngleich dies mit starken Schwankungen und einem vorübergehenden Rückgang um etwa 6 % einherging. Der effektive Wechselkurs des Euro blieb weitgehend stabil.

Trotz der Eintrübung des außenwirtschaftlichen Umfelds setzt sich die Konjunkturerholung im Euroraum fort, wobei sie zunehmend von inländischen Faktoren, vor allem den privaten Konsumausgaben, getragen wird. Das reale BIP erhöhte sich im zweiten Jahresviertel 2015 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal nach einem Anstieg von 0,5 % im vorangegangenen Vierteljahr. Die jüngsten Indikatoren deuten auf ein weitgehend ähnliches Wachstum im dritten Quartal hin. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte die wirtschaftliche Belebung anhalten, dabei allerdings durch eine hinter den Erwartungen zurückbleibende Auslandsnachfrage gedämpft werden. Die Binnennachfrage sollte weiterhin durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB mit der entsprechenden positiven Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen sowie durch die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen begünstigt werden. Außerdem dürfte sich der niedrigere Ölpreis vorteilhaft auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft der Unternehmen auswirken und somit die privaten Konsumausgaben und die Investitionen stützen. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Eurogebiets überwiegen jedoch nach wie vor die Abwärtsrisiken, was insbesondere auf die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen ist; sie

könnte das Wachstum der Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage nach Exporten des Euroraums weiter beeinträchtigen. Die gestiegene Unsicherheit, die sich zuletzt in der Entwicklung an den Finanzmärkten niederschlug, könnte darüber hinaus negative Folgen für die Binnennachfrage im Eurogebiet haben.

Aufgrund der niedrigeren Energiepreise sank die Gesamtinflation wieder in den negativen Bereich und betrug im September -0,1 %, während die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie stabil bei 0,9 % blieb. Auf Grundlage der verfügbaren Daten und der derzeitigen Terminpreise für Rohöl ist davon auszugehen, dass die jährliche HVPI-Inflation auf kurze Sicht sehr niedrig bleiben wird, zum Jahreswechsel aber – vor allem aufgrund von Basiseffekten in Verbindung mit dem Ende 2014 verzeichneten Ölpreistrückgang – ansteigt. Die Teuerungsraten dürften sich 2016 und 2017 weiter erhöhen und dabei von verschiedenen Faktoren getragen werden, nämlich von der erwarteten Konjunkturerholung, dem Durchwirken vergangener Rückgänge des Euro-Wechselkurses und der an den Ölterminmärkten herrschenden Annahme, dass die Ölpreise in den nächsten Jahren etwas anziehen werden. Risiken im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten und der Entwicklung an den Finanz- und Rohstoffmärkten könnten die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von 2 % jedoch weiter behindern.

Trotz einer leichten Abschwächung blieb das Wachstum der weit gefassten Geldmenge im August robust und wurde weiterhin von den liquidesten Komponenten gestützt. Die inländischen Quellen der Geldschöpfung gewannen erneut an Bedeutung, was zum Teil den geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB geschuldet war. Zudem waren ein anhaltender Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten und erhöhte Kreditströme zu verzeichnen, wobei Letztere der Wirkung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten zu verdanken waren. Unterdessen erholte sich das Wachstum der Buchkredite – trotz dämpfender Einflüsse in einigen Ländern – allmählich weiter. Die Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gingen im August erneut zurück. Hierzu leisteten die Sondermaßnahmen der EZB einen wesentlichen Beitrag. Ferner legen die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Oktober 2015 den Schluss nahe, dass Veränderungen der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage die Erholung des Buchkreditwachstums weiterhin begünstigen.

Auf seiner Sitzung am 22. Oktober 2015 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und im Einklang mit seiner Forward Guidance, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so verläuft der Ankauf von Vermögenswerten reibungslos und wirkt sich nach wie vor positiv auf Kosten und Verfügbarkeit von Krediten an Unternehmen und private Haushalte aus. Der EZB-Rat betonte, dass die Stärke und das Fortbestehen der Faktoren, welche die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % gegenwärtig verlangsamen, eine gründliche Analyse erforderlich machen. Der EZB-Rat wird die Risiken für die Inflationsaussichten genau beobachten. Vor diesem Hintergrund wird der Grad der geldpolitischen Akkommodierung bei der geldpolitischen Sitzung im Dezember, wenn die neuen von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vorliegen, erneut beurteilt. Der EZB-Rat bekräftigte seine Bereitschaft und Fähigkeit, gegebenenfalls zu handeln und alle

im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen, um einen angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu gewährleisten. Er wies insbesondere darauf hin, dass das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten ausreichend Flexibilität in Bezug auf die Anpassung von Volumen, Struktur und Dauer bietet, und fügte hinzu, dass die monatlichen Wertpapierkäufe im Umfang von 60 Mrd € in der Zwischenzeit weiterhin vollständig umgesetzt werden. Diese Ankäufe sollen bis Ende September 2016 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit dem Ziel der EZB im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Die globalen Indikatoren deuten darauf hin, dass das reale BIP im dritten Quartal 2015 weltweit erneut moderat zugelegt hat, wobei erhebliche Unterschiede zwischen wichtigen Volkswirtschaften bestanden.

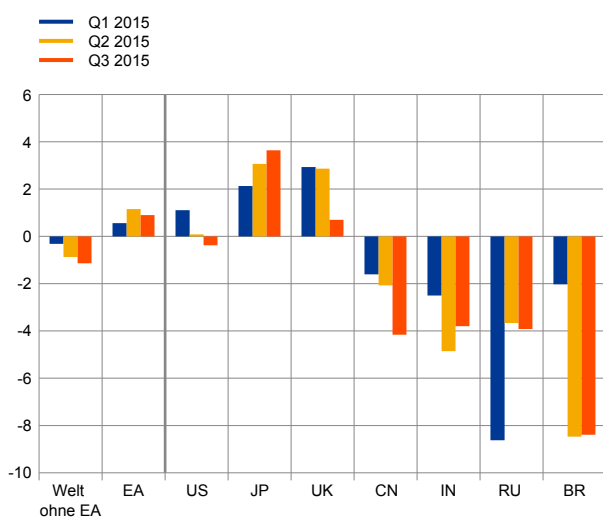
Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) war im Berichtsquartal leicht rückläufig und verharrte unterhalb seines langfristigen Durchschnitts (siehe Abbildung 1). Dies lässt auf einen nach wie vor gemäßigten BIP-Zuwachs schließen. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften wiesen eine leicht divergierende Entwicklung auf, wenngleich die vierteljährlichen EMI-Gesamtindizes für die Produktion in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan weiterhin in der Nähe des langfristigen Durchschnitts oder darüber lagen. Unterdessen zogen die EMIs der aufstrebenden Volkswirtschaften den globalen Index abermals nach unten, wobei insbesondere der vierteljährliche Einkaufsmanagerindex für die Produktion in Brasilien im dritten Quartal ausgesprochen schwach ausfiel.

Der Welthandel entwickelt sich nach wie vor verhalten. Im ersten Halbjahr 2015 kehrte sich das Wachstum des globalen Handels erstmals seit 2009 ins Minus. Was die Entwicklung im dritten Vierteljahr 2015 betrifft, so stabilisierte sich das Volumen der Wareneinfuhren im Juli weltweit, und im Dreimonatsvergleich wurde ein Nullwachstum verzeichnet, verglichen mit einer Änderungsrate von -0,5 % im Juni. Die Aussichten für den internationalen Handel bleiben indes eingetrübt, was auch aus dem im September erneut rückläufigen globalen EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft hervorgeht. Der Index liegt nun bereits den dritten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex; Abweichung vom langfristigen Durchschnitt)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum seit 1999 bzw. seit der ersten Datenerfassung, wenn die Datenreihe später begann. Für Japan liegen die Angaben seit September 2007, für China seit November 2005, für Indien seit Dezember 2005, für Russland seit Oktober 2001 und für Brasilien seit März 2007 vor.

Die Gesamtinflation hat sich in den vergangenen Monaten weltweit auf einem niedrigen Niveau eingependelt.

So belief sich die jährliche Teuerung in den OECD-Ländern seit Mai 2015 unverändert auf 0,6 %. Auch ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet blieb die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum im August stabil und lag bei 1,7 %. Was wichtige Nicht-OECD-Länder anbelangt, so ging die Inflation in China und Brasilien zurück, während sie in Russland leicht anzog. In Russland und Brasilien ist die Teuerungsrate nach wie vor hoch, da die Abwertung der Landeswährungen einen Aufwärtsdruck auf die Importpreise ausübt.

Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten dürfte sich im dritten Quartal des laufenden Jahres verlangsamt haben, nachdem es im Dreimonatszeitraum zuvor noch kräftig zugelegt hatte.

Das reale BIP entwickelte sich im zweiten Jahresviertel robust mit einer Zuwachsrate von 1,0 % zum Vorquartal (nach 0,2 % im ersten Vierteljahr).

Wichtigster Wachstumsmotor waren dabei erneut die Konsumausgaben, die den Erwartungen zufolge auch weiterhin auf einem hohen Niveau liegen werden. Ihnen kamen die steigenden Realeinkommen, der verringerte Schuldendienst, die niedrigen Zinssätze und die sinkenden Benzinpreise zugute. Die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe scheint sich indes in jüngster Zeit intensiviert zu haben; dies zeigt auch der Index für das verarbeitende Gewerbe des Institute for Supply Management, der in den letzten drei Monaten rückläufig war. Zudem weisen die jüngsten Handelsdaten darauf hin, dass im dritten Quartal vor dem Hintergrund eines starken US-Dollar und einer relativ schwachen Auslandsnachfrage negative Wachstumsimpulse vom Außenbeitrag ausgegangen sein könnten. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich weiter aufgehellt, wenn auch nicht mehr so stark wie im früheren Jahresverlauf. Die Inflation blieb auf einem niedrigen Niveau, wobei die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate im September einen flachen Verlauf aufwies. Ohne Nahrungsmittel und Energie betrachtet stieg die Inflation geringfügig auf 1,9 %, was einem höheren Preisauftrieb bei den Dienstleistungen zuzuschreiben war.

In Japan blieb die wirtschaftliche Dynamik relativ verhalten, nachdem sich die Konjunktur im zweiten Quartal dieses Jahres abgekühlt hatte.

Das Wachstum des realen BIP sank im zweiten Vierteljahr auf -0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren unter anderem temporäre Faktoren wie die ungünstigen Wetterbedingungen, aber auch eine erhebliche Schwäche des privaten Verbrauchs und der Auslandsnachfrage. Die verfügbaren monatlichen Indikatoren für das dritte Quartal zeichnen ein gemischtes Bild. Obwohl der synthetisch erstellte Konsumindex im August anstieg und somit auf eine Erholung der privaten Konsumausgaben hinweist, bleibt die Konsumneigung schwach. Die Kernrate der Aufträge des privaten Sektors im Maschinenbau, die als Vorlaufindikator für die Unternehmensinvestitionen dient, verringerte sich unterdessen im Juli und August erheblich. Die jährliche VPI-Gesamtinflation entwickelte sich im August anhaltend schwach, während die ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnete Vorjahrsrate ihren allmählichen Aufwärtstrend fortsetzte.

Im Vereinigten Königreich zeichnet sich für das zweite Halbjahr 2015 eine moderate Wachstumsabschwächung ab.

Im zweiten Quartal des laufenden Jahres erholte sich das reale BIP-Wachstum und belief sich in vierteljährlicher Betrachtung auf 0,7 %. Triebfeder dieser Entwicklung war weiterhin die Inlandsnachfrage, da die niedrigen Energiepreise das real verfügbare Einkommen und den Konsum vorübergehend stützten, doch auch vom Außenbeitrag ging im zweiten Jahresviertel ein spürbar positiver Wachstumsimpuls aus. Die Kurzfristindikatoren, insbesondere die EMI-Umfragedaten für den Dienstleistungsbereich, tendieren nach unten, was auf eine konjunkturelle Eintrübung schließen lässt. Die Arbeitslosenquote ging in den drei Monaten bis August 2015 geringfügig auf 5,4 % zurück, und das Einkommenswachstum stabilisierte sich bei rund 3 %. Die jährliche am VPI-Gesamtindex gemessene Teuerungsrate liegt aufgrund der niedrigen Energie- und Nahrungsmittelpreise nach wie vor bei nahe null; die ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnete Inflationsrate betrug indes im dritten Quartal 2015 im Schnitt etwa 1 %.

In China gehen von den jüngsten Wirtschaftsdaten insgesamt weiterhin Signale einer allmählichen konjunkturellen Abkühlung aus.

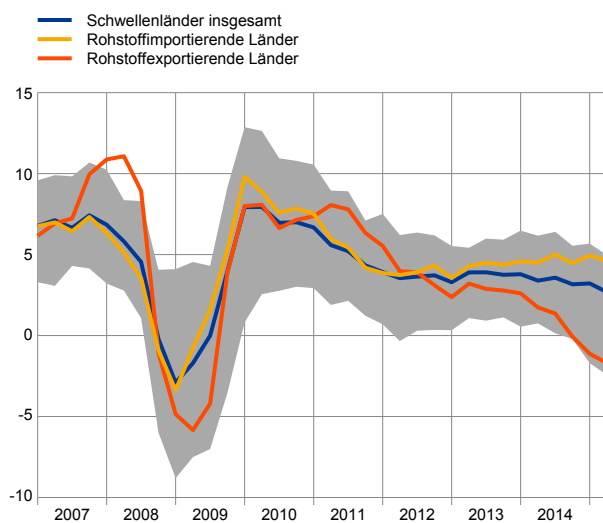
Das reale BIP weitete sich

im dritten Jahresviertel 2015, wie schon im Vorquartal, um 1,8 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum aus. Zwar waren einige Indikatoren – vor allem jene zur Entwicklung in der Schwerindustrie und im Baugewerbe – in den vergangenen Quartalen klar rückläufig, doch legen die voranschreitenden strukturellen Veränderungen in der Wirtschaft, die einen Wandel von der Schwerindustrie hin zu mehr Dienstleistungen und Konsum beinhalten, sowie die größere Widerstandsfähigkeit der anderen Sektoren insgesamt nahe, dass die verfügbaren Daten weiterhin mit einer graduellen Wachstumsverlangsamung vereinbar sind. Gestützt wird die Konjunktur durch die zuvor gesetzten geld- und finanzpolitischen Impulse, die nach und nach auf die Wirtschaft durchwirken und damit einem noch stärkeren Konjunkturückgang in China entgegenwirken. Der Inflationsdruck ist zugleich immer noch verhalten. In Kasten 1 werden die Bedeutung Chinas für den Welthandel sowie die Handelsbeziehungen mit dem Euroraum untersucht.

In den anderen Schwellenländern bleibt die Wachstumsdynamik schwach und uneinheitlich. Ein Zusammentreffen verschiedener Schocks, wie etwa die drastische Verbilligung von Rohstoffen, die restriktiveren Außenfinanzierungsbedingungen und die wirtschaftliche Abkühlung in China,

Abbildung 2
BIP-Wachstum der Schwellenländer

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Quellen und Haver Analytics.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015. Die Kurven stellen den BIP-gewichteten Durchschnitt des BIP-Wachstums der Schwellenländer dar. Die Bandbreiten zeigen das 10-90 %-Quartil des Wachstums in 23 Schwellenländern an. Die rohstoffimportierenden Volkswirtschaften sind Hongkong, Indien, Korea, Malaysia, Singapur, Taiwan, Thailand, Türkei, Mexiko, Polen, Tschechische Republik und Ungarn, zu den rohstoffexportierenden Ländern zählen Russland, Südafrika, Saudi-Arabien, Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Indonesien und Venezuela.

belasten die aufstrebenden Volkswirtschaften. Der vorangegangene Rückgang der Rohstoffpreise hat zu einer divergierenden Wachstumsentwicklung zwischen rohstoffimportierenden und rohstoffexportierenden Ländern geführt (siehe Abbildung 2). In den rohstoffimportierenden Staaten (darunter Indien, die Türkei und die mittel- und osteuropäischen Staaten außerhalb des Eurogebiets) blieb die konjunkturelle Aktivität robust, während sie sich in den rohstoffexportierenden Ländern weiter abschwächte. Der Wachstumsrückgang war in zwei großen rohstoffexportierenden Volkswirtschaften besonders ausgeprägt, nämlich in Russland und Brasilien, wo sich die Rezession im zweiten Quartal 2015 verstärkte.

Nach einem erneuten Preisrückgang im Sommer stabilisierten sich die Ölnotierungen im September und Oktober weitgehend und lieferten damit erste Anzeichen für eine Verringerung des Angebotsüberhangs. Auf der Angebotsseite hielt die OPEC ihre Fördermengen trotz einer weiteren Verlangsamung des Produktionswachstums nahezu auf Rekordniveau, was vor allem Saudi-Arabien und dem Irak zu verdanken war. Gleichzeitig scheinen die gesunkenen Preise und geringere Investitionen zu

einem allmählichen Rückgang der Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten geführt zu haben. Was die Nachfrageseite betrifft, so lag das Wachstum der globalen Ölnachfrage infolge des verbilligten Öls weiterhin über dem Trend, wenngleich es im Allgemeinen nach wie vor zu schwach war, um mit der Ausweitung des Ölangebots Schritt halten zu können. In Kasten 2 werden die Gründe für die jüngste Zunahme

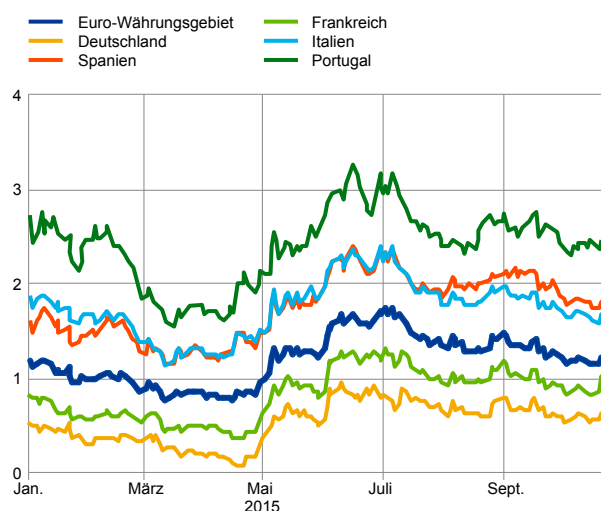
der Ölpreisvolatilität beleuchtet. Die Notierungen für sonstige Rohstoffe waren in den vergangenen beiden Monaten im Großen und Ganzen unverändert.

2 Finanzielle Entwicklungen

Im Betrachtungszeitraum vom 2. September bis zum 21. Oktober 2015 gaben die Staatsanleiherrenditen im Euro-Währungsgebiet deutlich nach. Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum verringerte sich um rund 30 Basispunkte und lag am Ende der Berichtsperiode bei 1,16 % (siehe Abbildung 3). Dieser Rückgang erfolgte zum Großteil unmittelbar nach der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve Mitte

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Bei den Angaben für das Euro-Währungsgebiet handelt es sich um den BIP-gewichteten Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. Oktober 2015.

September, auf der beschlossen wurde, die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten nicht anzuheben. Die Staatsanleiherrenditen waren in allen Euro-Ländern rückläufig, wobei Länder mit einer niedrigeren Bonitätseinstufung stärker betroffen waren als solche mit höherem Rating. Infolgedessen verringerten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen der Euro-Länder gegenüber entsprechenden deutschen Papieren abermals.

Im Einklang mit der Entwicklung an den Staatsanleihemärkten sanken auch die EONIA-Terminzinssätze. Außer am sehr kurzen Ende, wo das Zinsniveau durch die EZB-Einlagefazilität bei etwa -20 Basispunkten verankert ist, verlagerte sich die EONIA-Terminzinskurve im Beobachtungszeitraum um rund 20 Basispunkte nach unten (siehe Abbildung 3). Indessen waren die täglichen EONIA-Fixierungen nach wie vor stabil und bewegten sich in einem engen Korridor von -12 bis -15 Basispunkten.

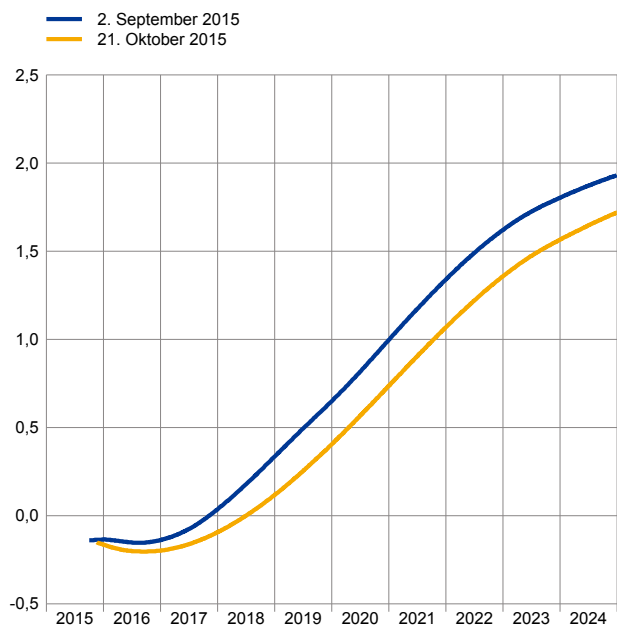
Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet verzeichneten im Berichtszeitraum trotz eines vorübergehenden Rückgangs um rund 6 % insgesamt ein leichtes Wachstum. Der

Euro STOXX 50 legte von Anfang September bis zum 21. Oktober um ungefähr 2 % zu. In diesem Zeitraum kam es zu starken Kursschwankungen: Ende September gab der Aktienmarkt im Euroraum um etwa 6 % nach, was unter anderem auf den Abwärtsdruck im Gefolge der Sitzung des Offenmarktausschusses und des Bekanntwerdens der Abgas-Probleme bei Volkswagen zurückzuführen war. Der Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten verbuchte gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index zuletzt ein Plus von rund 4 % und schnitt damit gegenüber dem Euroraum besser ab.

Die Volatilität ging zwar geringfügig zurück, blieb aber leicht über den niedrigen Werten vom ersten Halbjahr. Nachdem die Marktvolatilität im Zusammenhang mit

Abbildung 4
EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

der Abwertung des chinesischen Renminbi und den darauffolgenden starken Aktienkursschwankungen stark zugenommen hatte, ging sie in letzter Zeit allmählich zurück, weil sich der Aktienmarkt recht verhalten entwickelte. Am Ende des betrachteten Zeitraums lagen die Messgrößen der impliziten Aktienkursvolatilität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten nur geringfügig über den im ersten Halbjahr verzeichneten niedrigen Werten.

Der effektive Wechselkurs des Euro blieb weitgehend stabil. In Relation zum US-Dollar wertete die Gemeinschaftswährung um 0,9 % auf. Darin spiegeln sich die veränderten Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Geldpolitik in den Vereinigten Staaten wider. Auch gegenüber dem japanischen Yen, den Währungen der meisten Schwellenländer und den Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Länder legte der Euro zu. In Relation zum Pfund Sterling, zur schwedischen Krone, zum russischen Rubel und zu den Währungen von Rohstoffexportländern verlor er hingegen an Wert.

3 Konjunkturentwicklung

Obwohl sich das außenwirtschaftliche Umfeld eingetrübt hat, erholt sich die Konjunktur im Euroraum weiter, wobei sie zunehmend von binnenwirtschaftlichen Faktoren, allen voran den privaten Konsumausgaben, getragen wird. Die Produktion erhöhte sich im zweiten Jahresviertel 2015 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im ersten Vierteljahr um 0,5 % gestiegen war (siehe Abbildung 5).¹ Die jüngsten Indikatoren deuten auf ein weitgehend ähnliches BIP-Wachstum im dritten Jahresviertel hin. Eine Betrachtung des bisherigen Verlaufs der konjunkturellen Erholung zeigt, dass die Wirtschaftsleistung seit nunmehr fast zweieinhalb Jahren zunimmt. Das reale BIP des Eurogebiets lag im zweiten Quartal dieses Jahres 2,7 % über seinem Tiefstand vom ersten Vierteljahr 2013, aber immer noch 0,8 % unter seinem vor der Krise verzeichneten Höchststand vom ersten Quartal 2008.

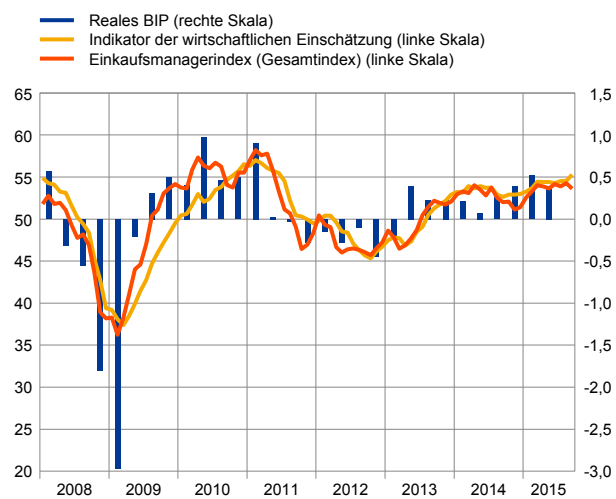
Die privaten Konsumausgaben sind nach wie vor Haupttriebfeder der anhaltenden Erholung. Einkommenszuwächse, niedrigere Ölpreise und allmählich nachlassende bilanzielle Restriktionen der privaten Haushalte haben den Trend bei den Konsumausgaben verstärkt (siehe auch Kasten 3). Die seit Anfang 2013 verzeichnete Steigerung des real verfügbaren gesamtwirtschaftlichen Einkommens ist zum Großteil auf die bessere Arbeitsmarktlage zurückzuführen, was den Schluss

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

Abbildung 5

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index; Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.

Anmerkung: Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung ist normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des Einkaufsmanagerindex. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015 (reales BIP) bzw. September 2015 (Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und Einkaufsmanagerindex).

zulässt, dass die Erholung des privaten Verbrauchs vor allem der zunehmenden binnenwirtschaftlichen Erholung zuzuschreiben ist. Seit dem zweiten Halbjahr 2014 wurden das Realeinkommen und somit der private Konsum auch durch den Ölpreistrückgang gestützt. Was die kurzfristigen Aussichten betrifft, so stehen die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen sowie die Umfrageergebnisse zum Verbrauchervertrauen mit einem anhaltend robusten Anstieg der privaten Konsumausgaben im Einklang.

Im Gegensatz dazu haben sich die Investitionen seit Ausbruch der Krise schwach entwickelt und sind auch in der ersten Hälfte des laufenden Jahres moderat geblieben. Derzeit liegt die Investitionstätigkeit 15 % unter ihrem Vorkrisenniveau von 2008. Ursächlich hierfür sind in erster Linie der Einbruch der Auslands- und Inlandsnachfrage, die geringe Ertragskraft der Unternehmen, eine lange Phase ungünstiger Finanzierungsbedingungen und eine insgesamt erhöhte Unsicherheit sowie niedrigere öffentliche Investitionen und Anpassungen an den Wohnimmobilienmärkten mehrerer

Länder. Zuletzt haben sich die Investitionen leicht volatil entwickelt. Nachdem sie sich im ersten Quartal 2015 stark erhöht hatten, waren sie im zweiten Jahresviertel wieder rückläufig. Dieser Verlauf spiegelt vor allem die Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen wider, die im ersten Vierteljahr von günstigen Witterungsbedingungen in Teilen des Eurogebiets profitiert hatten. Die jüngste Entwicklung der Investitionsgüterproduktion weist für das dritte Quartal auf einen erneuten Anstieg der Investitionen außerhalb des Baugewerbes im Euroraum hin, während die Bauproduktion auf eine weiterhin schwache Entwicklung des Baugewerbes hindeutet. Zudem geht aus der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet hervor, dass die Kreditbedingungen nach wie vor günstig sind und sich die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten für Investitionszwecke erhöht. Mit Blick auf die Zukunft wird mit einer konjunkturellen Belebung der Investitionstätigkeit gerechnet, die durch günstige Finanzierungsbedingungen, höhere Gewinnmargen und sinkende Kapazitätsreserven gestützt wird. Der weitere Entschuldungsbedarf im Unternehmenssektor einiger Länder und die niedrigeren langfristigen Wachstumserwartungen der Anleger könnten jedoch das Tempo der Erholung dämpfen.

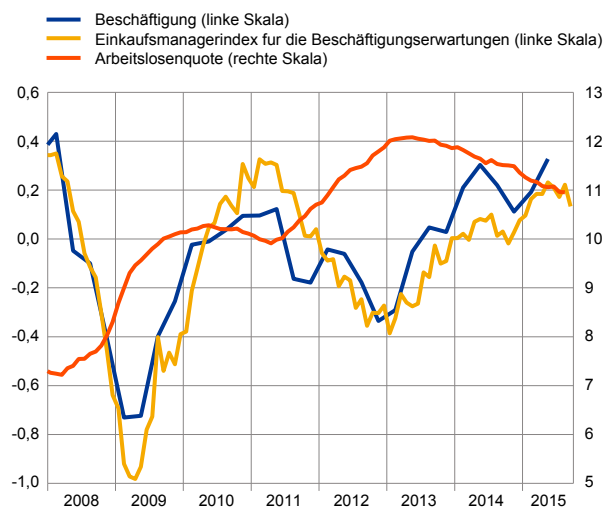
Aufgrund des schwachen Welthandels dürfte sich das Exportwachstum des Eurogebiets im dritten Quartal 2015 verlangsamt haben. Handelsdaten für Juli und August lassen auf ein rückläufiges Wachstum der Ausfuhren im dritten Quartal schließen, das der verhaltenen Wachstumsdynamik in den Schwellenländern und der allmählichen konjunkturellen Abkühlung in China zuzuschreiben sein dürfte. Aktuellere Indikatoren wie etwa Umfrageergebnisse deuten auf eine weitere Abschwächung der Auslandsnachfrage und des Exportwachstums in nächster

Zeit hin. Außerdem könnte die jüngste Aufwertung des Euro die Entwicklung der Ausfuhren zukünftig belasten.

Die jüngsten Indikatoren stehen insgesamt mit einer anhaltenden wirtschaftlichen Expansion im zweiten Halbjahr 2015 im Einklang. Harte Daten wie auch Umfrageergebnisse lassen auf ein anhaltendes Wachstum schließen, das in etwa der Rate des zweiten Vierteljahrs entsprechen dürfte. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) lag im Juli und August im Schnitt 0,3 % über ihrem Durchschnittswert vom zweiten Quartal, als ein vierteljährlicher Rückgang von 0,1 % verzeichnet wurde. Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung erhöhte sich vom zweiten zum dritten Jahresviertel, während der Einkaufsmanagerindex für die Produktion in der Gesamtindustrie unverändert blieb (siehe Abbildung 5).

Abbildung 6
Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB.
Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015 (Beschäftigung), September 2015 (Einkaufsmanagerindex) bzw. August 2015 (Arbeitslosigkeit).

Die Lage am Arbeitsmarkt hellt sich weiter allmählich auf. Das Beschäftigungswachstum setzte sich im zweiten Vierteljahr 2015 mit 0,3 % gegenüber dem Vorquartal fort (siehe Abbildung 6). Dies war der stärkste jährliche Anstieg seit dem zweiten Jahresviertel 2008. Infolgedessen lag die Beschäftigung 0,9 % über ihrem Stand vor Jahresfrist. Die seit Mitte 2013 rückläufige Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet sank im zweiten Quartal 2015 abermals, bevor sie sich im Juli und August bei 11,0 % weitgehend stabilisierte. Aktuellere Umfrageergebnisse lassen für die nächste Zeit auf eine weitere sukzessive Erholung an den Arbeitsmärkten schließen.

Was die künftige Entwicklung betrifft, so wird sich die wirtschaftliche Belebung den Erwartungen zufolge fortsetzen, auch wenn sie vor allem durch eine schwächere Auslandsnachfrage gedämpft wird. Die Binnennachfrage dürfte weiterhin durch die geldpolitischen Maßnahmen und deren positiven Effekt auf die Finanzierungsbedingungen sowie durch die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und

den Strukturreformen begünstigt werden. Außerdem sollten das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft der Unternehmen und somit auch die privaten Konsumausgaben und die Investitionen durch den Rückgang der Ölpreise gestützt werden. Allerdings wird die Erholung der Binnennachfrage im Euroraum weiter durch die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die zögerliche Umsetzung von Strukturreformen gebremst. In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Eurogebiets überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken, worin sich insbesondere die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung in den Schwellenländern widerspiegelt. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Oktober von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Juli

weitgehend unverändert geblieben sind (siehe www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

4 Preise und Kosten

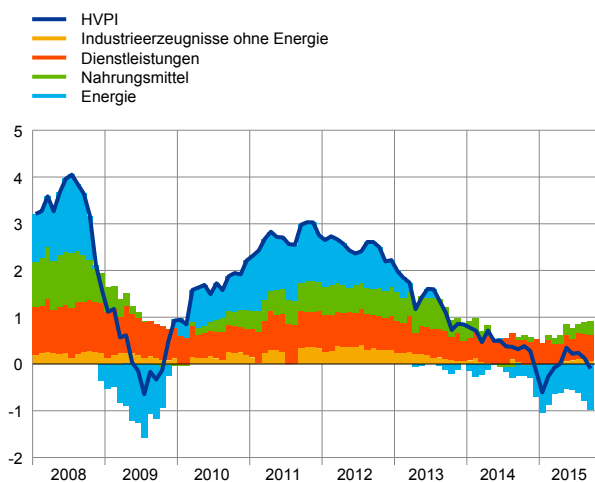
Die Gesamtinflation sank im September aufgrund niedrigerer Energiepreise wieder in den negativen Bereich.

Eurostat zufolge lag die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für den Euroraum im September 2015 bei -0,1 % nach 0,1 % im Vormonat (siehe Abbildung 7). Der geringere Beitrag der Energiekomponente wurde durch die leichte Zunahme der Teuerung bei Nahrungsmitteln nicht wettgemacht. Diese Preissteigerungsrate bewegte sich den zweiten Monat in Folge nach oben, was hauptsächlich mit einem im Vergleich zum Vorjahrszeitraum stärkeren Preisauftrieb bei Gemüse im Bereich der unverarbeiteten Nahrungsmittel zusammenhing.

Abbildung 7

Beitrag der Komponenten zur HVPI-Inflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozent; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2015.

Die Kerninflation hat sich nach ihrem vorangegangenen Anstieg stabilisiert.

Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel lag im September unverändert bei 0,9 %. Ihr vorangegangener Anstieg resultierte vor allem aus dem Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie, der sich im September jedoch auf 0,3 % verringerte (nach 0,4 % im Vormonat), während die Teuerung bei Dienstleistungen mit 1,2 % stabil blieb. Auch die sonstigen Indikatoren der Kerninflation im Euro-Währungsgebiet, wie etwa der Diffusionsindex und eine auf einem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße², sind zuletzt nicht weiter gestiegen, wenngleich alle Indikatoren im September 2015 nach wie vor höhere Stände aufwiesen als am Anfang des Jahres. Der im Vergleich zum Jahresbeginn niedrigere Euro-Wechselkurs wirkt weiterhin auf die Kerninflation durch, auch wenn diese zum Teil infolge der jüngsten Aufwertung der Gemeinschaftswährung

und der indirekten Effekte der zuletzt beobachteten weiteren Verbilligung von Öl in ihrer Aufwärtsbewegung an Dynamik verloren hat (siehe Kasten 2 zur Volatilität der Ölpreise).

Während die Einfuhrpreise weiterhin kräftig zulegen, lassen die Indikatoren des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks eine anhaltend schwache Entwicklung der Kerninflation erwarten.

Die Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Energie weisen trotz eines gewissen Abwärtsdrucks aufgrund der jüngsten Euro-Aufwertung nach wie vor robuste Jahreswachstumsraten auf. Was die binnenwirtschaftliche Entwicklung betrifft, so lassen die den Preisdruck bei Konsumgütern ohne Energie

² Siehe EZB, Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht?, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2015, Juli 2015.

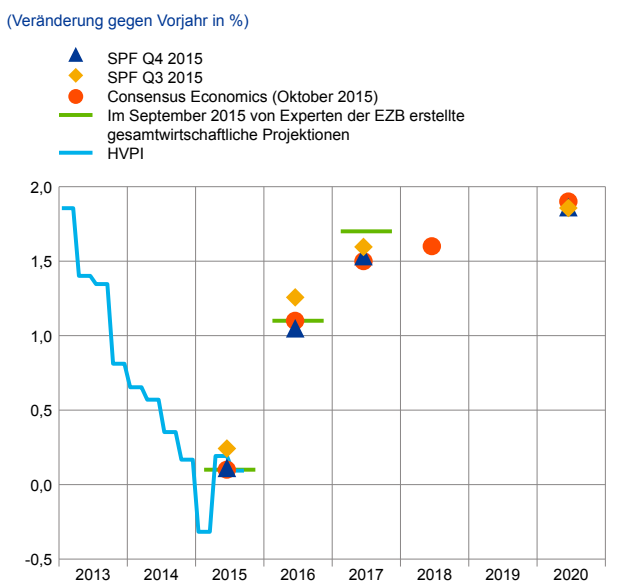
messenden Indikatoren weiterhin eine schwache Dynamik entlang der Preiskette erwarten. Die Vorjahrsrate des Anstiegs der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel lag im August bei 0,1 % und fiel damit den zweiten Monat in Folge eher niedrig aus. Ebenso deuten die Umfragedaten für die Vorleistungs- und Verkaufspreise bis September darauf hin, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck auf der Erzeugerpreisebene gedämpft bleiben wird. Auch die für September erfassten Daten zu den Einfuhr- und Erzeugerpreisen dürften die weitere Abschwächung des Preisdrucks belegen, da die Folgen der jüngsten Euro-Aufwertung und der Verbilligung von Öl immer noch zu spüren sind.

Die Gewinnmargen trugen zu einer leichten Zunahme des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks bei, während der von den Arbeitskosten ausgehende Preisdruck weiterhin moderat war.

Gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer war das jährliche Lohnwachstum im Euroraum im zweiten Quartal 2015 unverändert; gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden ging die Rate jedoch etwas zurück. Damit entsprach der Anstieg

des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in etwa dem Tariflohnzuwachs, was darauf hindeutet, dass Lohndriftelemente wie Bonuszahlungen nur einen geringen Einfluss ausübten. Da sich die Produktivität stärker erhöhte als das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, schwächte sich der Anstieg der Lohnstückkosten im zweiten Jahresviertel 2015 weiter ab. Zugleich beschleunigte sich das Wachstum der (als Bruttobetriebsüberschuss gemessenen) Unternehmensgewinne, was möglicherweise durch geringere Vorleistungskosten und moderate Lohnkosten begünstigt wurde. Die Entwicklung der Lohnkosten und der Gewinnmargen führte dazu, dass sich der BIP-Deflator – ein breit gefasster Indikator für den binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck – im zweiten Jahresviertel 2015 weiter erhöhte und den seit dem dritten Quartal 2014 beobachteten Aufwärtstrend fortsetzte.

Abbildung 8
Umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF), Consensus Economics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis zum Ende des dritten Quartals 2015.

Die umfragebasierten Messgrößen für die langfristigen Inflationserwartungen blieben stabil, während jene für die kurze bis mittlere Frist leicht zurückgingen (siehe Abbildung 8).

Wie die Ergebnisse des aktuellen, von der EZB durchgeführten

Survey of Professional Forecasters (SPF) für das vierte Quartal 2015 zeigen, haben die Prognostiker – großenteils aufgrund des Einflusses der niedrigeren Ölpreise – ihre Inflationserwartungen für 2015 auf 0,1 %, für 2016 auf 1,0 % und für 2017 auf 1,5 % nach unten korrigiert (siehe www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html). Die längerfristigen Inflationserwartungen für die Teuerung in fünf Jahren waren mit 1,9 % jedoch unverändert.

Die jüngsten marktbasierten Messgrößen für die langfristigen Inflationserwartungen stimmten im Großen und Ganzen mit jenen von Anfang September überein. Nachdem die marktbasierten Indikatoren der Inflationserwartungen im Verlauf des Septembers zurückgegangen waren, stiegen sie ab Anfang Oktober wieder an und befanden sich am Ende des Berichtszeitraums mehr oder weniger auf dem gleichen Niveau wie zuvor. So sank der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren im September von 1,69 % auf 1,57 %; ab Beginn des Folgemonats erhöhte er sich dann und lag schließlich bei 1,68 %. Die marktbasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin etwas unter dem Anfang Juli erreichten lokalen Höchststand. Die Tatsache, dass die marktbasierten Inflationserwartungen in jüngster Zeit stärkeren Schwankungen unterworfen waren als die vergleichsweise stabilen umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen, kann auch auf Änderungen der Inflationsrisikoprämie zurückzuführen sein, in denen sich die Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit widerspiegelt.

Ausgehend von den derzeitigen Terminpreisen für Öl dürfte die jährliche HVPI-Inflationsrate bis November 2015 negativ oder niedrig bleiben und erst zum Jahreswechsel steigen, was vor allem mit Basiseffekten aufgrund des Ölpreisrückgangs Ende 2014 zusammenhängt. Für 2016 und 2017 wird eine weitere Zunahme der Inflation erwartet. Getragen werden dürfte diese Entwicklung von der prognostizierten Konjunkturerholung, dem Durchwirken der vorangegangenen Euro-Abwertung und der an den Ölterminmärkten aktuell eingepreisten etwas höheren Ölnotierungen in den kommenden Jahren. Aus den Konjunkturaussichten und der Entwicklung an den Finanz- und Rohstoffmärkten ergeben sich jedoch Risiken, die den allmählichen Anstieg der Inflationsraten auf ein Niveau näher bei 2 % weiter bremsen könnten.

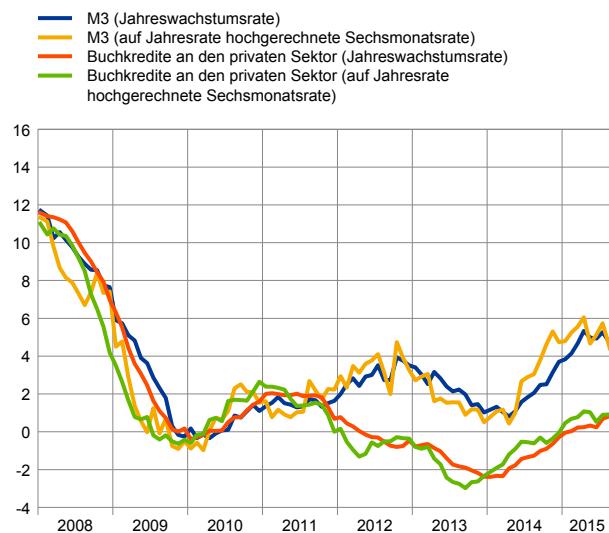
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 blieb robust. Die Jahreswachstumsrate von M3 war zwar im August rückläufig (siehe Abbildung 9), wird aber weiterhin von der soliden Dynamik der Geldmenge M1 angetrieben (wobei deren Vorjahrsrate im Berichtsmonat etwas sank). Eine wichtige Rolle spielt hierbei die kräftige Zunahme der täglich fälligen Einlagen, die sich durch die niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung der liquidesten Instrumente sowie den Effekt des erweiterten Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erklären lässt. Insgesamt steht die jüngste Entwicklung der eng gefassten Geldmenge immer noch mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet im Einklang.

Die täglich fälligen Einlagen leisteten einen wesentlichen Beitrag zum M3-Wachstum. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (insbesondere jene mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) schrumpften hingegen. Die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (d. h. M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb der Geldmenge M3 haben, blieb positiv; darin kommt unter anderem die seit Mitte 2014 zu beobachtende Erholung der Geldmarktfondsanteile zum Ausdruck. Außerdem ist seit Jahresbeginn 2015 auch

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 August 2015.

eine starke Zunahme der MFI-Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Bestand des geldhaltenden Sektors zu verzeichnen.

Die inländischen Quellen der Geldschöpfung gewannen im August weiter an Bedeutung.

Dies lässt sich zum Teil durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB erklären. Aus Sicht der Geschäftspartner scheinen für die M3-Dynamik im Wesentlichen Umschichtungen zulasten von längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und der gestiegene Beitrag der Kreditgewährung durch MFIs verantwortlich zu sein. Letzterer ist auf die positive Entwicklung bei der Bereitstellung von Krediten an den privaten Sektor (dem größten Hemmnis für das Geldmengenwachstum in den vergangenen Jahren) und auf die Auswirkungen des APP zurückzuführen. Der jährliche Rückgang der im Bestand des geldhaltenden Sektors befindlichen längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) setzte sich im August

unvermindert fort. Der erhebliche Beitrag dieser Komponente zum M3-Wachstum hing insbesondere mit der recht flachen Zinsstrukturkurve zusammen, teilweise aber auch damit, dass die MFIs längerfristige Schuldverschreibungen durch Mittel ersetzen, die sie im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) aufgenommen hatten. Die Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets leisteten nach wie vor einen negativen Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Gegenüber dem Mitte 2014 erreichten Höchststand war der Beitrag der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors im August trotz eines beträchtlichen Überschusses in der Leistungsbilanz weiter rückläufig. Der jüngste Rückgang der Nettoforderungen an Gebietsfremde spiegelt vorwiegend die zunehmenden Nettokapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen aus dem Euroraum im Rahmen des APP wider, das Portfolioumschichtungen in gebietsfremde Anlagen begünstigt hat.

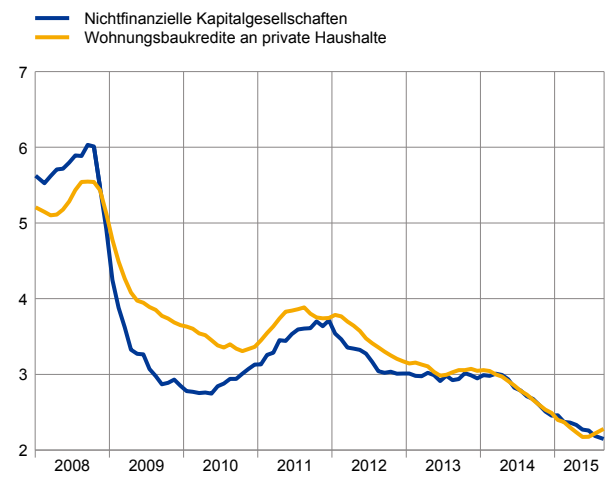
Das Wachstum der Buchkredite erholte sich allmählich weiter.³ Die jährliche Zuwachsrates der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im August geringfügig (siehe Abbildung 9). Die sukzessive Belebung der Kreditvergabe betraf sowohl Ausleihungen an Unternehmen als auch an private Haushalte. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm im Berichtsmonat abermals zu und lag deutlich über ihrem Tiefstand vom Februar 2014. Die Jahreswachstumsrate der Ausleihungen an private Haushalte stieg im August ebenfalls an und übertraf damit

³ Am 21. September 2015 veröffentlichte die EZB neue, auf einer verbesserten Bereinigungsmethode beruhende Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten. Die neue Methodik gewährt einen umfassenderen Einblick in die Entwicklung der von MFIs im Euroraum begebenen Kredite, indem fortlaufend auch die Bestände an und Tilgungen von Krediten berücksichtigt werden, die nicht mehr in den Bilanzen der MFIs geführt werden (ausgebuchte Kredite). Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 4 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Abbildung 10

Zusammengefasste Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der zusammengefassten 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 August 2015.

den seit Sommer 2012 verzeichneten Durchschnitt von 0,1 % erheblich. Trotz dieser positiven Entwicklungen wird das Kreditwachstum noch immer durch die Konsolidierung der Bankbilanzen sowie die in einigen Sektoren und nationalen Bankensystemen bestehende Notwendigkeit zum weiteren Abbau der Verschuldung behindert.

Die Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gingen im August vor allem aufgrund der Sondermaßnahmen der EZB weiter zurück (siehe Abbildung 10).

Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die Stärkung der Bankbilanzen und die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte im Allgemeinen haben einen Rückgang der zusammengesetzten Finanzierungskosten der Banken begünstigt, sodass sich diese inzwischen in der Nähe ihres historischen Tiefstands eingependelt haben. Seit der Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe im Juni 2014 haben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten zunehmend in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben.

Dementsprechend waren die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum im August rückläufig (die entsprechenden zusammengefassten Bankkreditzinsen sanken auf 2,16 %). Damit haben sich diese Zinssätze seit Mai 2014 um rund 80 Basispunkte verringert. Unterdessen sind die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Berichtsmonat etwas gestiegen, wodurch sich der im Juli verzeichnete Trend fortsetzte (die zusammengefassten Zinsen für solche Kredite lagen bei 2,26 %). Der seit Mai 2014 verbuchte kumulierte Rückgang der Hypothekenzinsen ist dennoch beträchtlich und beläuft sich auf etwa 60 Basispunkte.

Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2015 legen den Schluss nahe, dass geänderte Kreditrichtlinien und eine veränderte Kreditnachfrage die Erholung des Buchkreditwachstums weiterhin stützen

(die Umfrage ist abrufbar unter www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html). Im dritten Quartal 2015 wurden die Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften per saldo abermals gelockert. Grund dafür war vor allem die stärkere Konkurrenz durch andere Banken. Im Hinblick auf die privaten Haushalte wurden die Richtlinien für Wohnungsbaukredite per saldo verschärft (was in erster Linie der Entwicklung in den Niederlanden zuzuschreiben war), während die Richtlinien für Konsumentenkredite eine weitere Lockerung erfuhren. Die Banken gaben erneut an, die zusätzliche Liquidität, die ihnen aufgrund des APP zur Verfügung steht, zur Ausreichung von Krediten zu verwenden. Das Programm hatte hierbei einen per saldo lockernden Effekt auf die Kreditrichtlinien und insbesondere auf die Kreditbedingungen. Des Weiteren deutet die Umfrage auf eine Belebung der Kreditnachfrage in allen Kategorien hin, wofür das allgemein niedrige Zinsniveau,

der gestiegene Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen und die Aussichten für den Wohnungsmarkt als wichtige Bestimmungsfaktoren zu nennen sind.

Außerdem zeigen die monatlichen Daten, dass sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im August und September wieder abschwächte, nachdem sie sich im Juli vorübergehend erholt hatte. Diese Entwicklung war höchstwahrscheinlich durch den jüngsten Anstieg der Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung bedingt. Zudem könnte die Tatsache, dass abermals mehr Gewinne einbehalten wurden, eine Rolle gespielt haben, da sich dadurch der Bedarf der nichtfinanziellen Unternehmen an Mitteln aus externen Finanzierungsquellen verringerte. Die nun schwächere Emission von Schuldverschreibungen folgt auf eine Phase reger Inanspruchnahme dieses Instruments durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und ihre Conduits im Gefolge des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), das sehr günstige Marktbedingungen schuf.

Die nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet stiegen im dritten Quartal 2015 insgesamt weiter an, nachdem sie im Februar einen historischen Tiefstand erreicht hatten. Maßgeblich für den Anstieg waren die fallenden Preise von Finanzanlagen, die für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften eine Zunahme sowohl der Eigenkapitalkosten als auch der Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung mit sich brachten. Im dritten Quartal erhöhten sich diese Kosten gegenüber dem vorherigen Jahresviertel um rund 30 Basispunkte und gegenüber Februar sogar um 50 Basispunkte. Im Oktober jedoch gingen die Eigenkapitalkosten infolge steigender Aktienkurse zurück, während die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung weiter zunahmen.

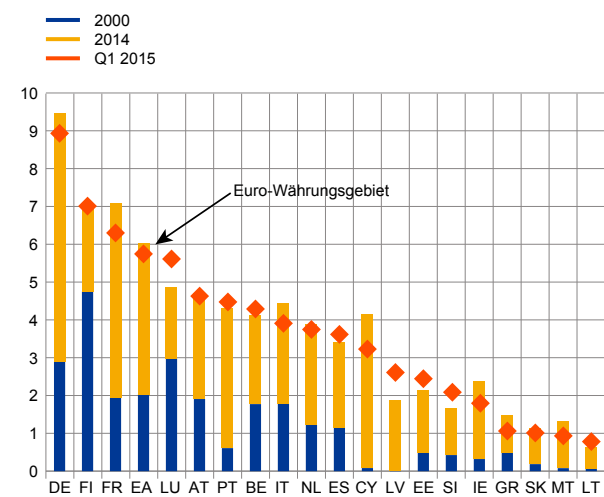
Kasten 1

Die Handelsbeziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und China

Chinas Bedeutung für den Welthandel hat in den vergangenen Jahrzehnten stark zugenommen. Nachdem seit Ende der 1970-er Jahre eine Reihe von Wirtschaftsreformen durchgeführt wurden, erzielte das Land ein beachtliches Wachstum und hat sich zu einem zunehmend wichtigen Akteur in der Weltwirtschaft entwickelt. Im Jahr 1980 lag der Anteil der Einfuhren Chinas noch bei gut 6 % des BIP, aber bis 2014 stieg er auf 19 % an; verantwortlich hierfür waren die Liberalisierung des Handels, der Beitritt des Landes zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 und der rapide Zuwachs der Investitionen in der chinesischen Wirtschaft. Neben dem Handel im klassischen Sinne übernimmt China auch eine Schlüsselrolle bei den globalen Lieferketten. So werden dort Vorleistungsgüter verarbeitet, die anschließend in ein drittes Bestimmungsland reexportiert werden. Seit 2011 haben sich die Wachstumsaussichten Chinas allerdings eingetrübt, da das Land eine wirtschaftliche Neuausrichtung durchläuft, die anstelle des investitionsbasierten Wachstums ein ausgewogeneres Wachstumsmodell vorsieht.

Abbildung A
Ausfuhren nach China

(Anteil an den gesamten Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets in %)



Quelle: Direction of Trade Statistics des IWF.
Anmerkung: Handelsströme zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets bleiben hier unberücksichtigt.

Der Anteil Chinas an den Ausfuhren des Euroraums ist zwar relativ gering, hat sich im Laufe der Zeit jedoch erhöht.

In den vergangenen 15 Jahren war in allen Euro-Ländern eine deutliche Zunahme der Exporte nach China zu verzeichnen. Ausgehend von einem Wert von 2 % stieg der Anteil des Landes an den gesamten Warenausfuhren des Eurogebiets in Drittländer bis Ende 2014 auf 6 %. Am größten sind die chinesischen Exportanteile in Deutschland, Frankreich und Finnland, während sich die Werte in den anderen Ländern in einer Bandbreite von knapp 6 % (Luxemburg) bis 1 % (Litauen) bewegen (siehe Abbildung A). Der Anteil Chinas an den Ausfuhren des Euroraums in Drittländer entspricht in etwa jenem der Schweiz, jedoch ist er nur halb so groß wie im Fall der Vereinigten Staaten oder des Vereinigten Königreichs.

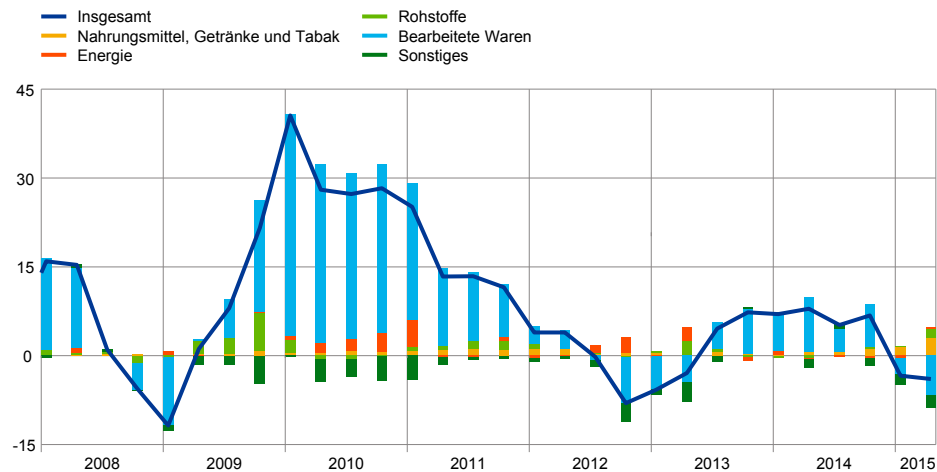
Die seit Anfang 2015 beobachtete Wachstumsverlangsamung in China hat zu einem Rückgang der Exporte des Eurogebiets geführt, vor allem im Bereich Maschinenbauerzeugnisse

und Fahrzeuge. Dies wirkte sich insbesondere auf die Exporteure von bearbeiteten Waren negativ aus (siehe Abbildung B), welche knapp 90 % der Warenausfuhren nach China ausmachen. Demgegenüber behauptete sich die Ausfuhr von Nahrungsmitteln, Getränken und Tabak sowie Rohstoffen gut, was auf einen nach wie vor regen Handel mit Konsum- und Vorleistungsgütern schließen lässt. Die jüngsten Entwicklungen stehen mit Chinas Stellenwert bei der Verarbeitung

Abbildung B

Warenausfuhr des Euro-Währungsgebiets nach China nach Produktkategorie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Produktkategorien sind gemäß dem Internationalen Warenverzeichnis für den Außenhandel definiert.

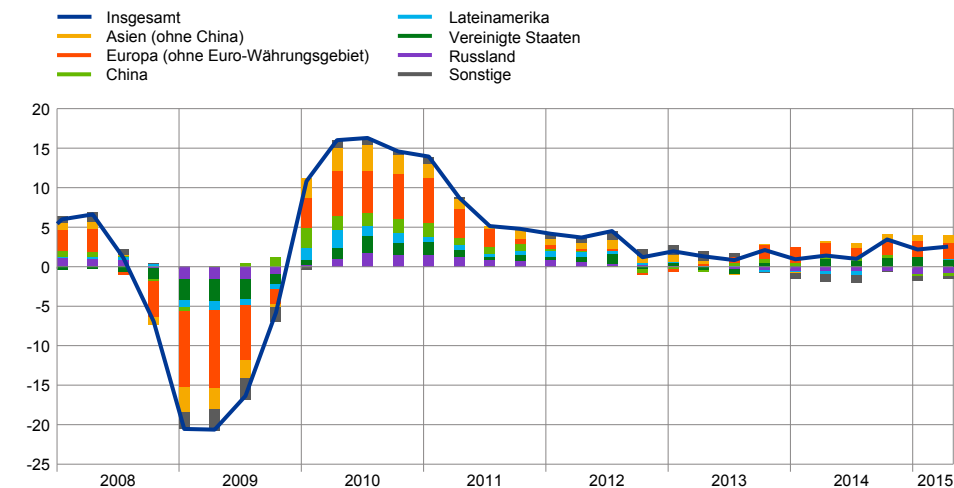
von Vorleistungsgütern für den Endverbrauch, aber auch mit der wirtschaftlichen Neuausrichtung vom investitionslastigen hin zu einem konsumgetriebenen Wachstum im Einklang.

Der Rückgang der Warenausfuhr des Euro-Währungsgebiets nach China wurde durch vermehrte Ausfuhr in andere fortgeschrittene Volkswirtschaften teilweise ausgeglichen. Zwar sind die Exporte nach China rapide gesunken und leisteten damit einen negativen Beitrag zum Wachstum der Ausfuhr des Euroraums, doch erhöhte sich die Nachfrage in anderen Industrieländern, wie den Vereinigten Staaten und den europäischen Ländern außerhalb des Eurogebiets, was den Ausfuhr des Euroraums Auftrieb verlieh (siehe Abbildung C). Dies ist

Abbildung C

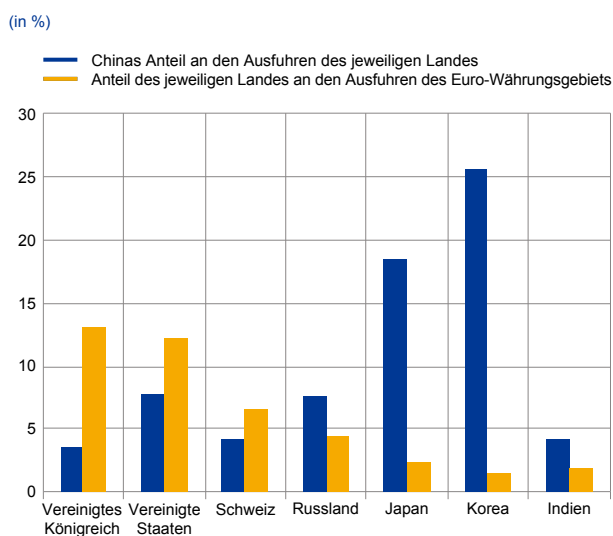
Warenausfuhr in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets und Länderbeiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung D
Handelsabhängigkeit gegenüber China



Quelle: EZB-Berechnungen.

vor dem Hintergrund der Konjunkturabschwächung in den Schwellenländern auch ein Beleg für die wiedergewonnene Bedeutung der fortgeschrittenen Volkswirtschaften für das Welthandelwachstum im laufenden Jahr.

Über indirekte Effekte dürfte sich die Entwicklung in China kaum auf den Handel des Eurogebiets auswirken und vielmehr andere asiatische Länder betreffen.

Während die direkten Handelsverflechtungen zwischen dem Euroraum und China nach wie vor begrenzt sind, könnte es beim Außenhandel zu negativen Übertragungseffekten kommen, die sich auf den für das Eurogebiet wichtigen Exportmärkten, welche zugleich bedeutende Handelspartner Chinas sind, durch eine konjunkturelle Abkühlung bemerkbar machen. Neben China sind die wichtigsten Exportziele des Euroraums die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und die Schweiz.

Diese Länder sind, was ihre eigenen Ausfuhren

anbelangt, nur in recht geringem Maße von China abhängig und dürften daher von einer Abschwächung der dortigen Konjunktur nicht übermäßig stark beeinträchtigt werden (siehe Abbildung D). Die Staaten, die aller Wahrscheinlichkeit nach von einer Wachstumsverlangsamung in China in Mitleidenschaft gezogen werden, sind die asiatischen Nachbarländer, die in ihrer Gesamtheit einen relativ großen Anteil an der Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets haben (rund 21 %). Allerdings deuten die verfügbaren Schätzungen insgesamt darauf hin, dass die direkten und indirekten Handelseffekte einer Verringerung des realen BIP-Wachstums in China um 1 Prozentpunkt vergleichsweise moderat sind und zwei bis drei Jahre später einen Rückgang der Wirtschaftsleistung des Euroraums von rund 0,1 bis 0,15 Prozentpunkten nach sich ziehen.

Angesichts der Bedeutung Chinas für die globalen Produktionsketten könnte die Übertragung negativer Entwicklungen auf das Eurogebiet begrenzt bleiben.

So hat sich der Stellenwert der Ausfuhr von Vorleistungsgütern nach China im Zeitverlauf erhöht. Ihr Anteil stieg von 53 % im Jahr 1995 auf 59 % im Jahr 2011. Dieser relativ hohe Wert unterstreicht Chinas vorrangige Position innerhalb der globalen Wertschöpfungsketten, in deren Rahmen Waren zur Weiterverarbeitung oder Montage nach China transportiert werden, bevor sie zum Endverbrauch in ein anderes Land reexportiert werden. Vor diesem Hintergrund und auch in Übereinstimmung mit den neuesten verfügbaren Daten von 2011 sind mindestens 8 % der Exporte des Euroraums nach China nicht direkt von der dortigen Entwicklung abhängig, sondern vielmehr von der Nachfrageentwicklung in anderen Ländern. Zum Teil könnten wohl auch bei den Ausfuhren von Endprodukten internationale Produktionsverbände eine Rolle spielen, was die Produktion von Waren stützt, die in ein drittes Bestimmungsland geliefert werden, und daher die dortige Endnachfrage widerspiegelt. Daher dürften die Auswirkungen einer Konjunkturverlangsamung in China geringer sein, als dies die Bruttohandelsströme vermitteln.

Während sich die durch eine anhaltende Konjunkturschwäche in China ausgelösten Übertragungseffekte auf den Handel nur moderat auf das BIP des Euro-Währungsgebiets auswirken dürften, könnten andere Übertragungskanäle durchaus relevant sein. Bedingt durch die Größe seiner Volkswirtschaft hat China die Entwicklung der Ölpreise maßgeblich mit bestimmt, wobei der Einfluss in den letzten Jahren angesichts der fortgesetzten Wachstumsverlangsamung abgenommen hat. Daher dürfte sich ein Abschwung in China nur in geringem Maße in den Ölpreisen niederschlagen, wenngleich dies entscheidend davon abhängt, ob das Wachstum auch in anderen Schwellenländern rückläufig ist. Zwar könnte sich die Entwicklung in China wegen geringerer Metalleinfuhren auch auf die Entwicklung einiger rohstoffproduzierender Schwellenländer auswirken, doch entfällt auf die großen Metallexportländer nur ein relativ kleiner Anteil am Handel des Euroraums. Auch über Vertrauenseffekte können negative Schocks das Eurogebiet erreichen. So können etwa negative Vertrauensschocks Kapitalabflüsse auslösen, was zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in aufstrebenden Volkswirtschaften und einer weiteren Abschwächung der Auslandsnachfrage des Euroraums führen würde. Zudem können Kapitalabflüsse aus China, sofern sie nicht durch andere private oder staatliche Zuflüsse kompensiert werden, eine Abwertung der chinesischen Währung und in der Folge auch anderer Währungen von Schwellenländern bewirken. Eine Zunahme der globalen Unsicherheit könnte schließlich das Vertrauen der privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum direkt beeinflussen, was den Konsum beeinträchtigen und Investitionsentscheidungen verzögern würde. Somit hängt die Wirkung einer möglichen weiteren Konjunkturabschwächung in China auf die Entwicklung des Euro-Währungsgebiets letztlich davon ab, inwieweit andere Schwellenländer in Mitleidenschaft gezogen werden und in welchem Umfang der Vertrauensverlust die internationalen Finanzmärkte und den Welthandel belastet.

Kasten 2

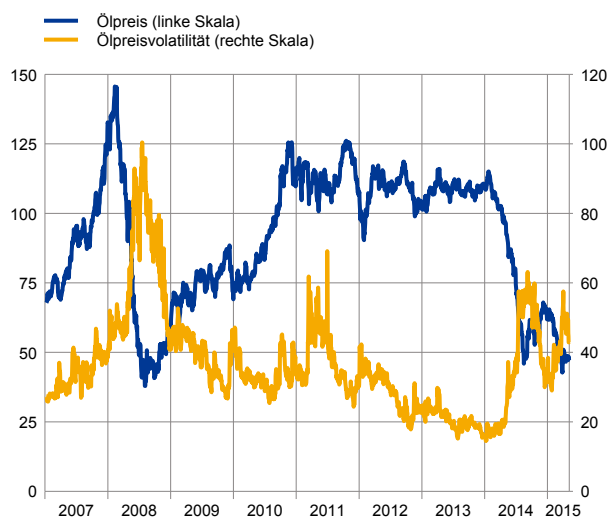
Gründe für die jüngste Zunahme der Ölpreisvolatilität

Nachdem die Ölpreisvolatilität während der internationalen Finanzkrise ein historisch hohes Niveau erreicht hatte, verringerte sie sich in den darauffolgenden Jahren schrittweise, stieg 2014 und 2015 jedoch wieder an.

Zwar sind die derzeitigen Schwankungen im historischen Vergleich nicht besonders ausgeprägt, aber die Ölpreisvolatilität als solche kann die Wirtschaftsaussichten belasten.¹ Daher ist es wichtig, die Faktoren zu kennen, die zu einer Änderung der Ölpreisvolatilität führen. Im vorliegenden Kasten werden die allgemeinen Bestimmungsgrößen der Ölpreisvolatilität erläutert, wobei der Schwerpunkt auf den wahrscheinlichen Ursachen des jüngsten Schwankungsanstiegs liegt.

Abbildung A
Ölpreise und Ölpreisvolatilität

(in USD je Barrel)



Quelle: Datastream.

Anmerkung: Tageswerte, die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Oktober 2015. Ölpreise in nominaler Rechnung. Preise für Rohöl der Sorte Brent. Gemessen wird die Ölpreisvolatilität anhand des Chicago Board Options Exchange (CBOE) Crude Oil Exchange-Traded Fund (ETF) Volatility Index (OVX). Der OVX korreliert stark mit der realisierten Volatilität der Ölpreise.

Zeitliche Veränderungen der Ölpreisvolatilität können durch mehrere Faktoren bedingt sein.

Im Wesentlichen können dies Folgende sein:

a) umfangreiche Nachfrage- und Angebotsschocks bei Öl, b) eine höhere Reagibilität der Ölpreise auf Nachfrage- und Angebotsveränderungen und c) eine vermehrte Nutzung von Öl zu Finanzanlagezwecken. Diese drei potenziellen Antriebskräfte könnten allesamt zu einem beliebigen Zeitpunkt ihre Wirkung entfalten.

Eine höhere Ölpreisvolatilität kann einfach durch umfangreiche Nachfrage- oder Angebotsschocks bei Öl hervorgerufen werden.

Der weltweite Rückgang der Ölnachfrage im Gefolge der internationalen Finanzkrise im Jahr 2008 ist ein Beispiel dafür, wie große Verschiebungen der nachfrage- und angebotsseitigen Fundamentaldaten eine höhere Ölpreisvolatilität bewirken können (siehe Abbildung A).

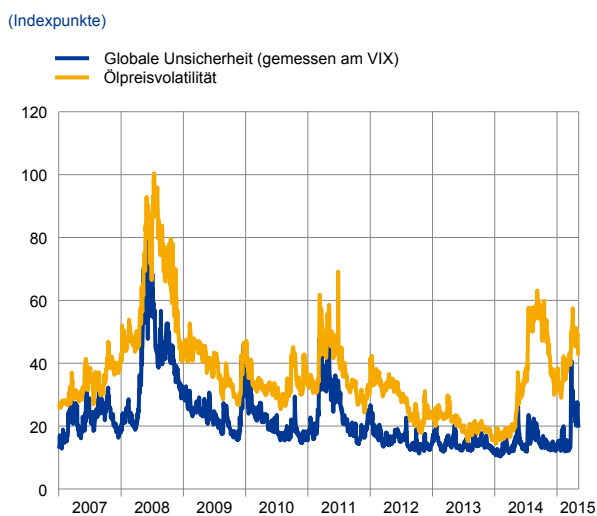
Die Reagibilität der Ölpreise auf Veränderungen der Ölnachfrage und des Ölangebots kann aufgrund einer geringeren Preiselastizität von Nachfrage und Angebot zunehmen und damit stärkere

Ölpreisschwankungen auslösen. Eine geringere Preiselastizität der Ölnachfrage und des Ölangebots bedeutet, dass sowohl die Nachfrage als auch das Angebot weniger stark auf schockinduzierte Ölpreisveränderungen reagieren. Da dies impliziert, dass sich die mengenbezogene Anpassung nach einem Schock langsamer vollzieht, wird die preisliche Reaktion verstärkt, was wiederum zu einer erhöhten Preisvolatilität führt.

¹ Siehe S. Jo, The effects of oil price uncertainty on global real economic activity, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 46, Nr. 6, S. 1113-1135, 2014.

Anhand verschiedener Faktoren wie der Höhe der Überschusskapazitäten oder der Lagerbestände lässt sich erklären, warum die Preiselastizität der Ölnachfrage und des Ölangebots zu bestimmten Zeiten niedriger sein kann. Zum einen lässt sich eine geringere Flexibilität bei der Anpassung des Ölangebots nach Eintreten preislicher Veränderungen möglicherweise auf ein niedriges Niveau an Überschusskapazitäten oder eine nur begrenzte Lagerhaltung zurückführen. So reagierten die Ölpreise Mitte 2012 deutlich auf die Nachricht anhaltender potenzieller Angebotsstörungen im Zuge des iranischen Ölembargos, da die von den Mitgliedern der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) gehaltenen Überschusskapazitäten niedrig waren und sich die Lagerhaltung unter dem historischen Durchschnitt bewegte, was darauf schließen ließ, dass das Angebot nicht einfach erhöht werden konnte, um einen möglichen weiteren Produktionsrückgang zu kompensieren. Zum anderen könnte eine geringere Reagibilität der Preise auf die Ölnachfrage zum Beispiel damit zusammenhängen, dass die Möglichkeiten, Öl durch andere Energiequellen zu ersetzen, eingeschränkt sind. Die vermehrte Energieeinsparung im Gefolge des Ölpreisschocks der 1970er-Jahre könnte zu einer höheren Ölpreisvolatilität geführt haben, da die Reagibilität der Nachfrage auf Preisänderungen sank.²

Abbildung B
Ölpreisvolatilität und globale Unsicherheit



Quelle: Datastream.
Anmerkung: Tageswerte, die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Oktober 2015. Der Volatilitätsindex (VIX) basiert auf der impliziten Volatilität von Optionen auf den S&P-500-Index.

Auch die globale Unsicherheit kann eine verringerte Preiselastizität von Ölnachfrage und Ölangebot hervorrufen. Eine stärkere Unsicherheit kann die Preiselastizität sowohl der Ölnachfrage als auch des Ölangebots verändern.³ In einem von erhöhter Unsicherheit geprägten Umfeld reagieren die Ölproduzenten und -verbraucher weniger stark auf Ölpreisschwankungen, da sie über einen „Optionswert für die Wartemöglichkeit“ verfügen.⁴ Diese reduzierte Reagibilität verringert die mengenbezogene Anpassung nach Schocks und verstärkt den Ölpreiseffekt, wodurch wiederum die Ölpreisvolatilität zunimmt. Vorangegangene Episoden erhöhter globaler Unsicherheit – gemessen am Volatilitätsindex (VIX) – gingen tatsächlich mit einer höheren Ölpreisvolatilität einher. Zu beobachten war dies zum Beispiel während der Staatsschuldenkrise in Europa im Jahr 2011 (siehe Abbildung B).

Häufig wird auch angeführt, dass die zunehmende Verwendung von Öl zu Finanzanlagezwecken die Ölpreisvolatilität verstärkt, obschon die empirische Evidenz hier nach wie vor uneinheitlich ist. Seit Anfang des letzten Jahrzehnts wird Öl immer öfter zu

² Siehe C. Baumeister und G. Peersman, The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market, in: Journal of Applied Econometrics, Bd. 28, S. 1087-1109, 2013.

³ Siehe I. Van Robays, Macroeconomic uncertainty and the impact of oil shocks, Working Paper der EZB, Nr. 1479, 2012.

⁴ Siehe B. S. Bernanke, Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 98, Nr. 1, S. 85-106, 1983.

Finanzanlagezwecken genutzt; dieser Prozess wird als „Finanzialisierung“ des Ölterminmarkts bezeichnet. Die zunehmende Verwendung von Ölkontrakten zum Zweck der Finanzanlage und für Absicherungs- und Spekulationsgeschäfte könnte die Reagibilität der Ölpreise auf die Stimmung der Anleger verstärkt haben. Die empirische Evidenz zur Bedeutung dieses Faktors ist allerdings nicht eindeutig.⁵

Mit Blick auf die derzeitige Situation dürfte wohl eine Kombination aus einem kräftigen Ölangebotsschock und erhöhter globaler Unsicherheit ursächlich für den Anstieg der Ölpreisvolatilität seit Ende 2014 sein. Erstens ging der in der zweiten Jahreshälfte 2014 beobachtete Ölpreistrückgang mit einer starken Ausweitung des Angebots einher; die Jahressteigerungsraten der globalen Produktion lagen deutlich über ihrem historischen Durchschnitt. Im Zusammenspiel mit einer schwachen Nachfrage und dem Beschluss der OPEC, die Produktion nicht zu drosseln, führte dies Ende 2014 zu einem drastischen Rückgang und einer erhöhten Volatilität der Ölpreise. In jüngerer Zeit ging der erneute Anstieg der Ölpreisvolatilität mit einer sprunghaften Zunahme der globalen Unsicherheit Ende August 2015 einher (siehe Abbildung B), die hauptsächlich auf Bedenken hinsichtlich der Stärke des chinesischen Wachstums zurückzuführen war. Im Gegensatz dazu war der Anstieg der Ölpreisvolatilität wohl nicht durch Veränderungen bei der Öllagerhaltung und den Überschusskapazitäten bedingt, da die Lagerbestände ein historisch hohes Niveau aufweisen und die Überschusskapazitäten der OPEC insgesamt nicht weit unter früheren Durchschnittswerten liegen.

Angesichts der Tatsache, dass auch in naher Zukunft von einer erhöhten globalen Unsicherheit auszugehen ist, werden die Ölpreise weiterhin auf Nachrichten über die Entwicklung von Ölnachfrage und Ölangebot reagieren.

⁵ Siehe unter anderem K. J. Singleton, Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices, in: Management Science, Bd. 60, S. 300-318, 2012, im Vergleich zu B. Fattouh, L. Kilian und L. Mahadeva, The role of speculation in oil markets: What have we learned so far?, in: Energy Journal, Bd. 34, Nr. 3, S. 7-33, 2013.

Kasten 3

Analyse des jüngsten Konsumwachstums im Euro-Währungsgebiet

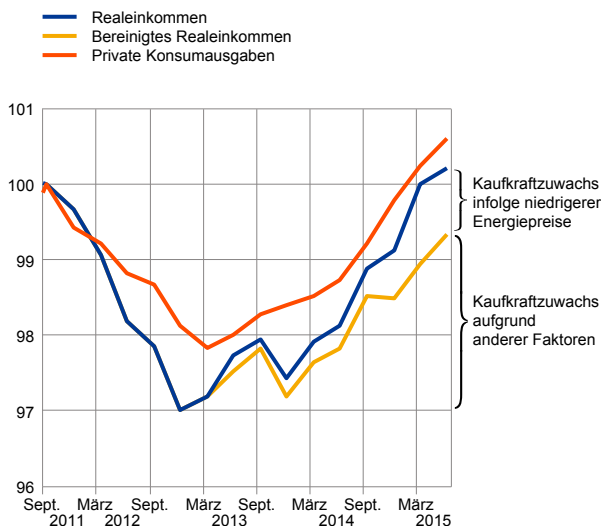
Die privaten Konsumausgaben sind seit dem ersten Quartal 2013 kontinuierlich gestiegen und zur Haupttriebfeder der laufenden Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet geworden. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Bestimmungsfaktoren dieser Konsumententwicklung im Euroraum seit dem ersten Vierteljahr 2013, dem letzten Tiefpunkt des Konjunkturzyklus¹, untersucht.

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben wurde vor allem seit der zweiten Jahreshälfte 2014 durch den Ölpreisrückgang gestützt. Infolge der rückläufigen Energiepreise ist die Kaufkraft der privaten Haushalte vom Beginn der Konjunkturerholung bis zum zweiten Quartal 2015 um rund 0,9 Prozentpunkte gestiegen (siehe Abbildung A).² Dies macht allerdings nur rund ein Drittel des gesamten Kaufkraftzuwachses der Privathaushalte in diesem Zeitraum aus.

Abbildung A

Entwicklung des real verfügbaren Einkommens: energiepreisbedingte und nicht energiepreisbedingte Veränderungen

(Index: Q3 2011 = 100)

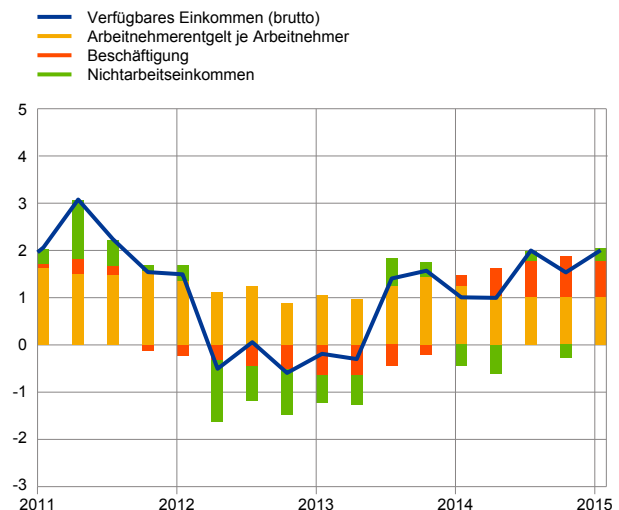


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnung des bereinigten Realeinkommens erfolgt unter der Annahme konstanter realer Energiepreise ab dem ersten Quartal 2013, um so näherungsweise das „kontrafaktische“, d. h. ohne Ölpreisrückgang verzeichnete, real verfügbare Einkommen zu ermitteln.

Abbildung B

Beiträge zum Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens (brutto)

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Das Nichtarbeitseinkommen ist die Summe aus Betriebsüberschuss, Vermögenseinkommen, Netto-sozialleistungen und -beiträgen sowie direkten Steuern (invertiert).

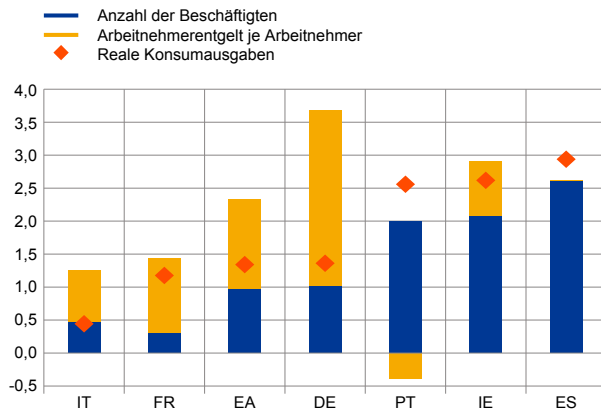
¹ Nach Angaben des Centre for Economic Policy Research.

² Die durch Energiepreisschwankungen bedingten Veränderungen der Kaufkraft privater Haushalte entsprechen dem Produkt aus dem Anteil der Energieausgaben und der Änderungsrate der realen Energiepreise.

Abbildung C

Arbeitseinkommen und private Konsumausgaben in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Angaben handelt es sich um die jahresdurchschnittlichen prozentualen Veränderungen vom zweiten Quartal 2014 bis zum zweiten Quartal 2015.

Die zusätzliche Kaufkraftsteigerung ist in erster Linie auf die deutliche Zunahme des Arbeitseinkommens zurückzuführen.³

Der private Verbrauch wird seit Jahresbeginn 2013 vom kräftigen Anstieg des real verfügbaren Einkommens getragen, der durch eine allmähliche, aber stetige Besserung der Arbeitsmarktlage bedingt ist.

Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer beschleunigte sich im zweiten Halbjahr 2013, wenn auch nur vorübergehend. Der zunächst negative Beitrag der Beschäftigung zum verfügbaren Einkommen (brutto) stabilisierte sich Anfang 2013 und verringerte sich in der Folgezeit stetig, bis er sich im ersten Quartal 2014 erstmals seit 2011 wieder ins Positive kehrte (siehe Abbildung B). Im Einklang mit dieser Entwicklung kam der Aufwärtstrend der Arbeitslosenquote im Eurogebiet 2013 zum Stillstand, bevor 2014 ein Rückgang einsetzte.

Gleichwohl liegt die Beschäftigung gegenwärtig nach

wie vor rund 2 % unter ihrem vor der Krise verzeichneten Höchststand von 2008, und die Arbeitslosigkeit ist mit 11 % im August dieses Jahres immer noch hoch.

Länder, in denen sich die Lage am Arbeitsmarkt stärker verbessert hat, verzeichneten zuletzt auch ein höheres Konsumwachstum.

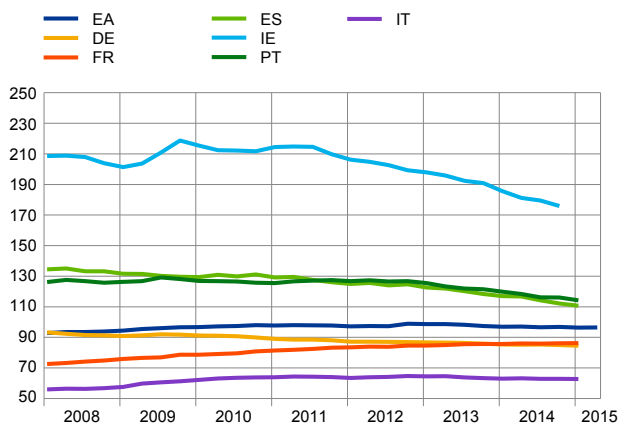
In Spanien, Irland und Portugal war sowohl in Bezug auf die Beschäftigungs- als auch auf

die Lohnentwicklung eine relativ deutliche Erholung zu beobachten, die einen größeren Anstieg des verfügbaren Einkommens und der realen Konsumausgaben zur Folge hatte (siehe Abbildung C). Nachdem die privaten Haushalte in diesen Ländern über Jahre hinweg ihre Verschuldung abgebaut haben, trägt das höhere verfügbare Einkommen nun auch zur Stärkung ihrer Bilanzen bei (siehe Abbildung D). Während der private Verbrauch wächst, nimmt der Verschuldungsgrad weiter ab (außer in Frankreich). Dies lässt darauf schließen, dass inzwischen möglicherweise eine positive Wechselwirkung zwischen der Aufhellung am Arbeitsmarkt, dem Anstieg des verfügbaren Einkommens und dem höheren Konsumwachstum eingesetzt hat, während der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte weiter sinkt.

Abbildung D

Verschuldungsgrad der privaten Haushalte in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(in % des verfügbaren Einkommens)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Verschuldungsgrad errechnet sich anhand der Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zur gleitenden Vierquartalsumme des verfügbaren Einkommens.

³ Obwohl der in Euro gerechnete Rohölpreis seit dem zweiten Halbjahr 2014 um mehr als 40 % gesunken ist, fiel der Rückgang der Verbraucherpreise für Energie deutlich geringer aus. So haben sich im selben Zeitraum beispielsweise die Preise für Flüssigbrennstoffe sowie für Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel im Eurogebiet um lediglich 12 % verringert.

Aus einem längerfristigen Vergleich der von Experten der EZB bzw. des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet geht im Hinblick auf den privaten Verbrauch hervor, dass die aktuelle Konsumententwicklung weitgehend den Erwartungen entspricht, wenn man den Ölpreisverfall mit einberechnet. Im Juni 2014, d. h. bevor die Ölpreise einbrachen, waren die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen von einer moderaten Erhöhung der privaten Konsumausgaben um 0,7 % im Jahr 2014 und einem stärkeren Zuwachs von 1,5 % im Jahr 2015 ausgegangen. Tatsächlich beschleunigte sich das Konsumwachstum im zweiten Halbjahr 2014 und stieg in der ersten Jahreshälfte 2015 weiter kontinuierlich an. Dieses Verlaufsmuster deckt sich mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2015, in denen erstmals der Rückgang der Ölpreise, der sich als persistenter als erwartet erwiesen hatte, berücksichtigt wurde. Die Vorausschätzung einer robusten Entwicklung des privaten Verbrauchs blieb in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB-Experten vom September 2015 unverändert; dort wurde für das laufende Jahr ein Konsumzuwachs von 1,7 % (nach einem Ist-Wert von 1,0 % im Jahr 2014) veranschlagt. Diese Projektion wurde durch die jüngste Datenveröffentlichung zum Wachstum der privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal 2015 weitgehend bestätigt.

Kasten 4

Neue Daten zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten an den privaten Sektor

Die Beobachtung der Finanzierung der Realwirtschaft durch die Banken ist ein zentrales Element der monetären Analyse der EZB. Die Gewährung von Bankkrediten stellt die wichtigste Quelle der monetären Expansion im Euro-Währungsgebiet dar und ist ein elementarer Transmissionskanal, über den die geldpolitischen Rahmenbedingungen an die Realwirtschaft weitergegeben werden.

Mithilfe statistischer Datenreihen zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten sollen Messgrößen für die Bankkreditvergabe bereitgestellt werden, die nicht von Kreditübertragungen aus den bzw. in die Bilanzen der Kreditinstitute beeinflusst sind. Bankbilanzen sind die wesentliche Quelle für die von der EZB veröffentlichten Daten zur Kreditgewährung.¹ Verkauft eine Bank einen Teil ihres Kreditportfolios an eine Nichtbank und gliedert diese Kredite (beispielsweise im Rahmen von Verbriefungen) aus ihrer Bilanz aus, wird demnach eine Verringerung der Bankkreditvergabe gemeldet, obgleich der tatsächliche Finanzierungsbetrag an die Realwirtschaft unverändert bleibt. Um die Dimension der Bankkreditvergabe darzustellen, die von dieser Art von Geschäften unbeeinflusst ist, gibt die EZB seit Dezember 2008 Datenreihen zur Gewährung von Buchkrediten heraus, die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt sind.

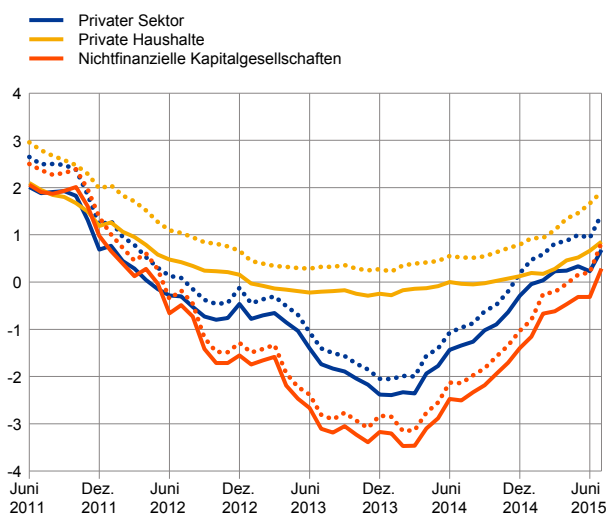
Im September 2015 veröffentlichte die EZB neue um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Buchkreditdaten, die auf einer verfeinerten Methode beruhen und einen umfassenderen Blick auf die gesamte Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft sowie eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen Ländern ermöglichen. Bei der bisher angewandten Methode wurden die Kredittransaktionen um die einmalige Auswirkung der Nettoübertragung von Darlehen aus den oder in die Bankbilanzen im fraglichen Zeitraum bereinigt. Dies ist auch bei der neuen Methode der Fall, aber sie berücksichtigt zudem die fortlaufenden Tilgungen von Buchkrediten, die nicht mehr in den Bilanzen der Banken geführt werden (ausgebuchte Kredite), sofern entsprechende Daten

¹ Einzelheiten zur Berechnung der Transaktionen und Wachstumsraten im Zusammenhang mit den Datenreihen zu den Buchkrediten monetärer Finanzinstitute (MFIs) finden sich im Technischen Hinweis des EZB-Statistikberichts (Abschnitt 2.1 bis 2.6) unter <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

vorliegen.² Darüber hinaus werden auch die Bestände an ausgebuchten Krediten in die Berechnung der bereinigten Wachstumsraten mit einbezogen. Soweit Angaben zu den Tilgungen dieser Kredite zur Verfügung stehen, ermöglicht die neue Methode somit einen umfassenden Einblick in die Entwicklung der Kreditvergabe der Banken im Euroraum, und zwar unabhängig davon, ob die Buchkredite zum Zeitpunkt der statistischen Erfassung in den Bankbilanzen enthalten sind oder nicht. Dadurch erhöht die Methode auch die Vergleichbarkeit der Daten zur Bankkreditvergabe zwischen den einzelnen Ländern, ungeachtet der unterschiedlichen Bilanzierungspraktiken bei Kreditübertragungen.

Abbildung A
Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte MFI-Buchkredite an den privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die durchgezogenen Linien bilden die neue Methode ab, und die gepunkteten Linien stehen für das zuvor angewandte Verfahren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Durch die neue Bereinigungsverfahren ergeben sich im Vergleich zum vorherigen Verfahren generell zwar niedrigere Wachstumsraten, doch die Trends bleiben grundsätzlich unverändert (siehe Abbildung A). Ursächlich für diese Differenz

sind Strom- und Bestandsgrößeneffekte. Zum einen fallen die bereinigten Transaktionen (Stromgrößen) durch die Berücksichtigung der Tilgungen von ausgebuchten Krediten etwas geringer aus als bei der bisherigen Methode. Zum anderen erhöht die Einbindung der Bestände an ausgebuchten Krediten den Ausgangsbestand, auf Basis dessen die Wachstumsraten berechnet werden, wodurch die Wachstumsraten absolut gesehen sinken. Anders formuliert: Im Rahmen der neuen Methode trägt der Bestandsgrößeneffekt dazu bei, dass die positiven Wachstumsraten im Vergleich zum vorherigen Verfahren geringer und die negativen Wachstumsraten weniger negativ ausfallen.³

Dass die Wachstumsraten bei Anwendung der neuen Bereinigungsverfahren niedriger sind, ist vor allem durch Tilgungen von aus der Bilanz ausgegliederten Buchkrediten bedingt

(Stromgrößeneffekt). Der Bestand an ausgebuchten Krediten ist im Vergleich zum Gesamtbestand an ausstehenden Krediten gering (die aus der Bilanz ausgegliederten Buchkredite an den privaten Sektor im Eurogebiet beliefen sich im

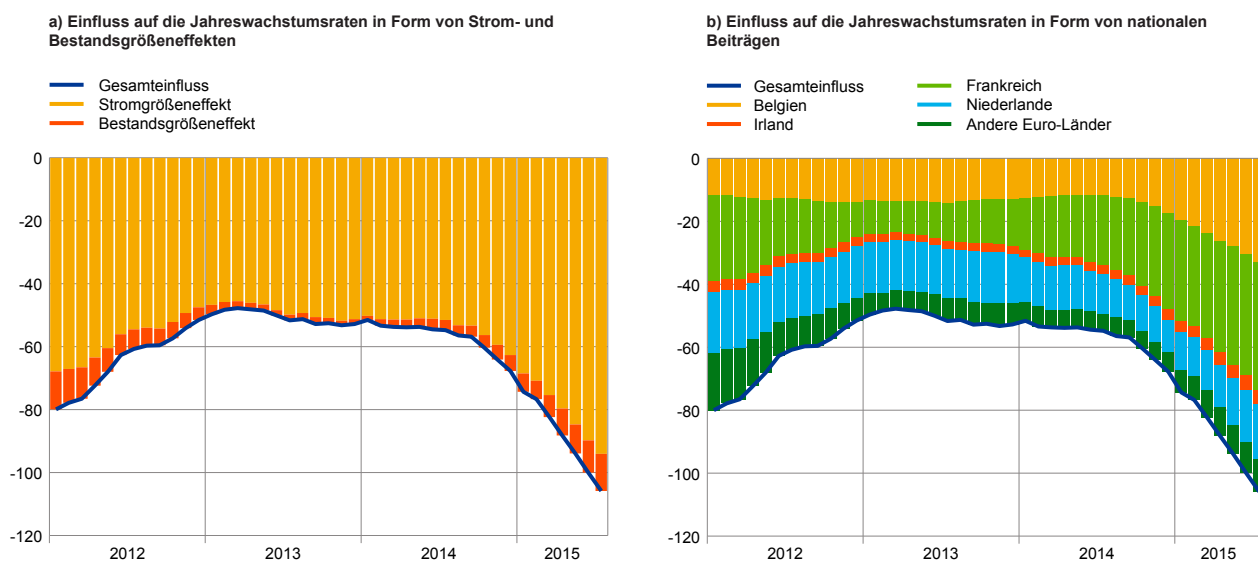
² Gemäß der Verordnung EZB/2013/33 vom 24. September 2013 über die Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute melden die MFIs ab dem Referenzzeitraum Dezember 2014 Daten zu ausgebuchten verbrieften Krediten, für die MFIs weiterhin als Servicer tätig sind. Darüber hinaus stellen einige nationale Zentralbanken – soweit verfügbar – zusätzliche Daten bereit, und zwar zu verbrieften Krediten, für die MFIs nicht als Servicer tätig sind, und zu Krediten, die im Rahmen einer anderen Transaktion (als einer Verbriefung) übertragen wurden. Des Weiteren wurden historische Daten auf einer vergleichbaren Basis erhoben, um eine im Zeitverlauf größere Konsistenz der statistischen Datenreihen zu den um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkrediten zu erreichen (verfügbar sind nun nach dem neuen Verfahren bereinigte Jahreswachstumsraten für Buchkredite an den privaten Sektor ab September 1998 sowie für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ab Januar 2010).

³ Weitere Einzelheiten zu den Unterschieden zwischen der neuen und der alten Bereinigungsverfahren finden sich in einer Erläuterung auf der Website der EZB unter www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921_explanatory_note_adjusted_loans.pdf

Abbildung B

MFI-Buchkredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet: Einfluss der neuen Bereinigungsmethode auf die Jahreswachstumsraten

(Differenz zwischen den Jahreswachstumsraten nach neuer und alter Bereinigungsmethode in Basispunkten; nicht saisonbereinigt)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Juli 2015 auf 0,4 Billionen €, der Gesamtbestand an entsprechenden Buchkrediten in der MFI-Bilanz indessen auf 10,8 Billionen €). Folglich hat die Berücksichtigung von ausgebuchten Krediten in der Regel nur wenig Einfluss auf die Wachstumsraten. Die Tilgungen ausgegliederter Buchkredite haben hingegen einen deutlichen Effekt nach unten. Die Abbildungen B und C veranschaulichen die Auswirkungen der neuen Bereinigungsmethode auf die Jahreswachstumsraten der Buchkredite an private Haushalte (Abbildung B) und an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Abbildung C), die sich durch die Strom- und Bestandsgrößeneffekte ergeben. Außerdem sind jeweils die vier Länder dargestellt, die den größten Beitrag zum Gesamteffekt im Euroraum leisten.

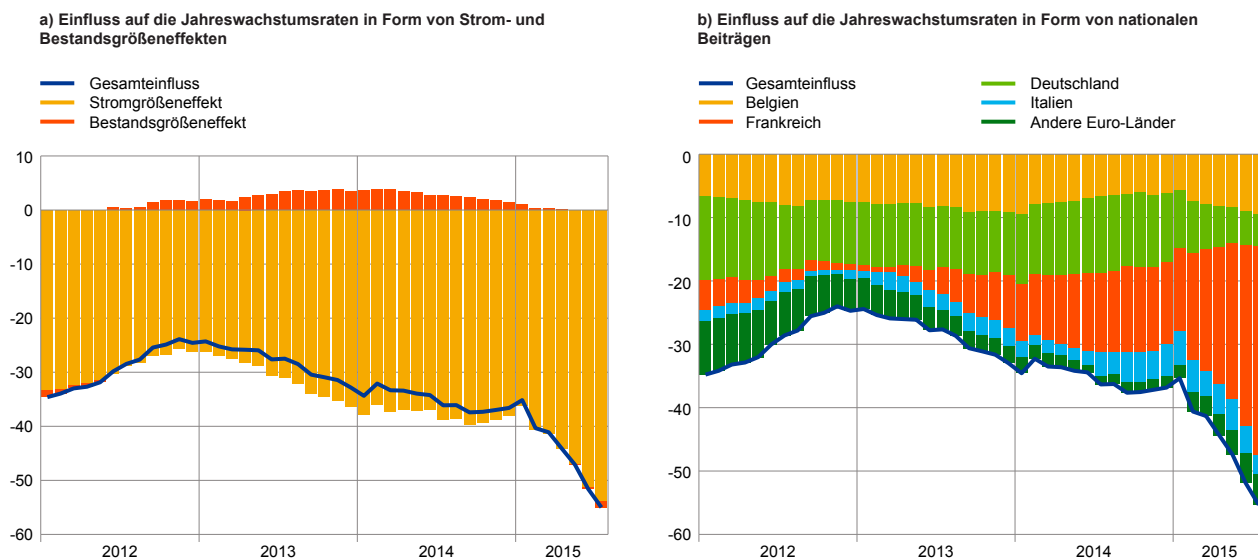
Im Fall der Buchkredite an private Haushalte sind die abweichenden Wachstumsraten durch Länder mit einem relativ großen Anteil von aus der Bilanz ausgegliederten Krediten zu erklären. Dies führt dazu, dass auf Grundlage der neuen Methode höhere Kreditrückzahlungen in die Berechnung einfließen. Dies trifft etwa auf Belgien und Frankreich zu: Auf diese beiden Länder entfallen 15 % bzw. 25 % der ausgebuchten Kredite an private Haushalte im Eurogebiet, sodass sie für den Löwenanteil des Gesamteffekts des neuen Verfahrens verantwortlich sind (siehe Abbildung B). In einem geringeren Maße tragen Irland und die Niederlande (sowie eine Reihe anderer Länder) dazu bei.

Was die Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften betrifft, so lassen sich die nach alter und neuer Berechnungsweise unterschiedlichen Wachstumsraten durch die hohe Tilgungsrate ausgebuchter Kredite erklären. Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben tendenziell kürzere Laufzeiten, sodass die Rückzahlungen im Verhältnis zu den Beständen hoch ausfallen. Auch hier leistet Frankreich am aktuellen Rand den Hauptbeitrag zu dem im Euroraum insgesamt festzustellenden Gesamteffekt (siehe Abbildung C).

Abbildung C

MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet: Einfluss der neuen Bereinigungsverfahren auf die Jahreswachstumsraten

(Differenz zwischen den Jahreswachstumsraten nach neuer und alter Bereinigungsverfahren in Basispunkten; nicht saisonbereinigt)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Dort haben die Rückzahlungen in letzter Zeit zugenommen, da verstärkt kurzfristige Kredite verbrieft wurden. Belgien und Deutschland trugen ebenfalls gleichbleibend dazu bei, dass sich die Vorjahrsraten der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerten, während von anderen Ländern ein eher begrenzter Einfluss ausging.

Insgesamt ist festzuhalten, dass die Analyse der Kreditwachstumsraten dank der neuen Bereinigungsverfahren sowohl auf euroraumweiter als auch auf nationaler Ebene verbessert wird. An der Tatsache, dass die Unterschiede in den jährlichen Wachstumsraten bei Anwendung der alten bzw. neuen Methode zuletzt zugenommen haben, zeigt sich, wie wichtig das Bereinigungsverfahren für die Interpretation von Trends in diesen Datenreihen ist. Die EZB und die nationalen Zentralbanken arbeiten weiterhin daran, die historischen Datenreihen aufzubereiten, um die Analyse der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Buchkredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet kontinuierlich zu ergänzen.

Kasten 5

Zur Schaffung eines Europäischen Fiskalausschusses

Am 21. Oktober dieses Jahres verabschiedete die Europäische Kommission ihre Mitteilung über die Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion.¹ Diese Mitteilung greift die im „Bericht der fünf Präsidenten“² formulierten Vorschläge für kurzfristige Reformen auf. Sie enthält eine Vielzahl von Maßnahmen zur Verbesserung der Funktionsweise der WWU, die aber einer gesonderten Betrachtung bedürfen. Der vorliegende Kasten befasst sich hauptsächlich mit einem spezifischen Punkt der Mitteilung: dem Kommissionsbeschluss zur Einrichtung eines unabhängigen beratenden Europäischen Fiskalausschusses³. Der Ausschuss wurde am 1. November 2015 – im Einklang mit dem Fahrplan des Berichts der fünf Präsidenten – ins Leben gerufen und soll Mitte 2016 seine operative Tätigkeit aufnehmen.

Schritte zu einer verbesserten finanzpolitischen Steuerung

Eine unabhängige Beurteilung der Anwendung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) durch die Europäische Kommission und den Rat sollte dazu beitragen, Transparenz und Kohärenz der Haushaltsüberwachung auf europäischer Ebene zu verbessern. Ziel der jüngsten Reformen am finanzpolitischen Steuerungsrahmen der EU – insbesondere der Regelungen des „Sechser-“ und des „Zweierpakets“ – war es, eine wirksamere Umsetzung der SWP-Regeln zu gewährleisten. Das so gefestigte Rahmenwerk ist komplexer geworden und macht es der Öffentlichkeit und ihren gewählten Vertretern damit schwer, die Kommission und den Rat für ihr Handeln zur Rechenschaft zu ziehen. Hierfür wären zusätzliche, von einer kompetenten, unabhängigen Einrichtung bereitgestellte Informationen zweckmäßig. Aus diesem Grund forderte der EZB-Rat bereits 2010 die Schaffung einer unabhängigen Fiskalagentur auf Ebene des Euro-Währungsgebiets. Außerdem bedingt der Sondercharakter des Euroraums eine unabhängige, aggregatsbasierte Beurteilung seiner finanzpolitischen Ausrichtung, die auf Grundlage der SWP-Regeln und unter sorgfältiger Berücksichtigung länderspezifischer Tragfähigkeitsüberlegungen erfolgen sollte. Damit eine derartige Einrichtung ihre Wirkung entfalten kann, muss sie berechtigt sein, ihre Beurteilungen in Echtzeit vorzunehmen und zu veröffentlichen. Diese Bewertungen könnten dann zu einer fundierten Diskussion über die Rats- und Kommissionsbeschlüsse – sowohl in der Öffentlichkeit als auch im Europäischen Parlament – beitragen.

¹ www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/communication-emu-steps_de.pdf.

² Der Bericht „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“ ist abrufbar unter http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_de.pdf.

³ www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/decision-efb_de.pdf.

Die meisten EU-Mitgliedstaaten haben bereits unabhängige Finanzräte eingeführt, um den nationalen Haushaltsrahmen zu stärken.

Die jüngsten Reformen am finanzpolitischen Steuerungsrahmen der EU haben die Rolle und die Aufgaben unabhängiger öffentlicher Institutionen auf Ebene der Mitgliedstaaten ausgeweitet, um die Haushaltsdisziplin zu fördern und die nationale Eigenverantwortung bei den Fiskalregeln in der EU zu stärken.⁴ Obgleich sich die Finanzräte der einzelnen EU-Mitgliedstaaten (auch: „nationale Räte für Finanzpolitik“) in ihrem Mandat erheblich unterscheiden, sind sie in aller Regel dafür verantwortlich, die Einhaltung der nationalen Haushaltsvorgaben zu überwachen. Dies schließt auch die Funktionsweise des automatischen Korrekturmechanismus ein, den der Fiskalpakt im Rahmen des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion vorsieht. Im Zweierpaket sind zugleich einschlägige Standards für das institutionelle Gefüge unabhängiger Fiskaleinrichtungen auf nationaler Ebene festgelegt. Hierzu zählt etwa eine zeitnahe öffentliche Kommunikation, aber auch eine weitreichende organisatorische Unabhängigkeit, welche gesetzlich oder durch Verordnungen bzw. verbindliche administrative Bestimmungen verankert ist.⁵

Der Fünf-Präsidenten-Bericht vom 22. Juni 2015 empfiehlt die Einrichtung eines beratenden Europäischen Fiskalausschusses, um die nationalen Finanzräte zu ergänzen und die Transparenz bei der Anwendung des SWP zu erhöhen.

Im Kern besteht die dem Europäischen Fiskalausschuss zugedachte Aufgabe darin, „auf europäischer Ebene – ausgehend von den im fiskalpolitischen Steuerungsrahmen der EU festgelegten wirtschaftlichen Zielen und Empfehlungen – eine öffentliche und unabhängige Bewertung der Haushalte und ihrer Umsetzung“ vorzulegen. Gemäß dem Bericht sollte der Ausschuss Stellungnahmen „insbesondere in Verbindung mit der Bewertung der Stabilitätsprogramme, der Vorlage der jährlichen Haushaltsentwürfe und der Umsetzung der nationalen Haushalte“ abgeben können, wenn er dies als erforderlich erachtet. Zwar sollte die Europäische Kommission – im Einklang mit ihren Vorrechten im Rahmen der EU-Verträge – das Recht haben, von den Einschätzungen des Europäischen Fiskalausschusses zur Umsetzung der Haushaltsregeln abzuweichen, müsste sich dafür (nach dem Grundsatz „einhalten oder begründen“) jedoch rechtfertigen. Daher muss der Europäische Fiskalausschuss seine Analysen in Echtzeit durchführen und veröffentlichen. Darüber hinaus sollte er ex post evaluieren, wie der Steuerungsrahmen umgesetzt worden ist, und auf der Grundlage des SWP ökonomisch beurteilen, welches die adäquate haushaltspolitische Ausrichtung sowohl auf nationaler Ebene als auch für den Euroraum als Ganzes ist. Die Empfehlung des Ausschusses sollte in die Entscheidungen der Kommission im Zuge des Europäischen Semesters, das durch die Regelungen des Sechserpakets eingeführt wurde, einfließen, um die Koordinierung der Finanz- und Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten zu verbessern. Außerdem ist vorgesehen, dass das neu geschaffene Beratungsorgan auch die im Zusammenhang mit der EU-Richtlinie über

⁴ Siehe EZB, Finanzräte in den Ländern der EU, Kasten 8, Monatsbericht Juni 2014.

⁵ Siehe Artikel 2 der Verordnung (EU) Nr. 473/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 über gemeinsame Bestimmungen für die Überwachung und Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung und für die Gewährleistung der Korrektur übermäßiger Defizite der Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet.

die haushaltspolitischen Rahmen⁶ eingerichteten nationalen Finanzräte koordiniert und ergänzt. Dabei sollte der Europäische Fiskalausschuss dem gleichen Standard institutioneller Unabhängigkeit genügen wie die nationalen Finanzräte.

Zusammensetzung, Rolle und Mandat des Europäischen Fiskalausschusses

Der Europäische Fiskalausschuss setzt sich aus fünf anerkannten Sachverständigen (einem Vorsitz und vier Mitgliedern) zusammen, die über verlässliche Fachkenntnisse und Erfahrung im Bereich der Makroökonomie und der haushaltspolitischen Praxis verfügen. Die Besetzung des Ausschusses wird

von der Europäischen Kommission auf Vorschlag des Präsidenten bestimmt, wobei der Vorsitz und ein Mitglied nach Anhörung des Vizepräsidenten für den Euro und den sozialen Dialog sowie des für Wirtschafts- und Finanzangelegenheiten, Steuern und Zoll zuständigen Kommissionsmitglieds und die drei übrigen Mitglieder nach Anhörung der nationalen Finanzräte, der Europäischen Zentralbank und der Arbeitsgruppe „Euro-Gruppe“ benannt werden. Unterstützt wird der Fiskalausschuss durch ein Sekretariat (bestehend aus der Sekretariatsleitung und weiteren Mitarbeitern), das aus verwaltungstechnischen Gründen dem Generalsekretariat der Europäischen Kommission angegliedert ist, aber ausschließlich dem Ausschuss Bericht erstattet. Die Sekretariatsleitung obliegt dem Obersten Wirtschaftsanalytiker, der innerhalb der Kommission als Berater fungiert. Dieser Posten wurde Ende 2011 eingerichtet, um Forderungen nach einer unabhängigeren Prüfung zur Förderung einer einheitlichen Anwendung der Regeln nachzukommen.

Die Rolle des Europäischen Fiskalausschusses besteht darin, in beratender Funktion zur multilateralen haushaltspolitischen Überwachung im Euro-Währungsgebiet beizutragen. Erstens nimmt der Ausschuss für die Europäische Kommission eine Beurteilung der Umsetzung der finanzpolitischen Rahmenvorschriften der EU vor, insbesondere im Hinblick auf die horizontale Kohärenz der Beschlüsse und der Umsetzung der haushaltspolitischen Überwachung in Fällen, in denen die Gefahr schwerer Verstöße gegen die Vorschriften besteht. Zugleich kann er Vorschläge für die künftige Entwicklung des finanzpolitischen Regelwerks der Union abgeben. Zweitens berät der Europäische Fiskalausschuss ausgehend von einer ökonomischen Beurteilung die Kommission in der Frage, ob der künftige haushaltspolitische Kurs auf euroraumweiter und nationaler Ebene angemessen ist. Drittens arbeitet er mit den nationalen Finanzräten zusammen, wobei der Schwerpunkt auf dem Austausch bewährter Verfahren und der Förderung einer gemeinsamen Sichtweise liegt.

Der Europäische Fiskalausschuss benötigt eine starke öffentliche Stimme, um effektiv arbeiten zu können. Dies ist im Fünf-Präsidenten-Bericht vorgesehen und auch unerlässlich, um die Transparenz und Kohärenz bei der Umsetzung der SWP-Regeln zu erhöhen. Im Beschluss der Kommission ist explizit keine Echtzeit-Veröffentlichung von Beurteilungen des Europäischen Fiskalausschusses vorgesehen, und auch die Möglichkeit einer Herausgabe öffentlicher Stellungnahmen wird nicht erwähnt. Gleiches gilt für den im Fünf-Präsidenten-Bericht genannten Grundsatz „einhalten oder begründen“. Der Beschluss der Europäischen Kommission impliziert, dass der Ausschuss Stellungnahmen und Evaluierungen in erster Linie nur direkt an

⁶ Siehe die Richtlinie 2011/85/EU des Rates vom 8. November 2011 über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten.

die Kommission abgibt; gleichwohl wird nicht konkretisiert, wie diese in den internen Entscheidungsprozess einfließen würden. Während unklar ist, ob der Europäische Fiskalausschuss in Echtzeit öffentlich kommunizieren wird, ist die Veröffentlichung eines Jahresberichts erwähnt.

Entscheidend wird sein, dass die Ausgestaltung des Europäischen Fiskalausschusses den Grundsätzen folgt, die im Zusammenhang mit der Einrichtung unabhängiger Stellen (z. B. Finanzräte) auf nationaler Ebene aufgestellt wurden.

Der Fünf-Präsidenten-Bericht besagt, dass für den Europäischen Fiskalausschuss derselbe Unabhängigkeitsstandard gelten sollte wie für die nationalen Finanzräte. Der Beschluss der Kommission gewährt den fünf Ausschussmitgliedern Unabhängigkeit, wenngleich sie von der Kommission ernannt und finanziert werden. Darüber hinaus steht die Errichtung des Europäischen Fiskalausschusses auf der Grundlage eines Beschlusses der Kommission innerhalb ihrer Organisationsstruktur nicht mit den Grundsätzen im Einklang, die für die entsprechenden Gremien auf nationaler Ebene aufgestellt wurden.

Insgesamt ist die Schaffung des Europäischen Fiskalausschusses ein Schritt in die richtige Richtung.

Das Mandat und die institutionelle Unabhängigkeit des Ausschusses könnten präzisiert und weiter gestärkt werden, um sicherzustellen, dass er eine wichtige Rolle bei der Verbesserung der Transparenz und Einhaltung der haushaltspolitischen Regeln spielen kann. Da eine öffentliche Stimme für die Wirksamkeit des Europäischen Fiskalausschusses unerlässlich ist, wird erstens wichtig sein, dass sein Recht auf Veröffentlichung nicht auf einen Jahresbericht beschränkt ist. So sollte der Ausschuss in der Lage sein, Beurteilungen von Kommissionsbeschlüssen im Zusammenhang mit dem SWP in Echtzeit zur Verfügung zu stellen und zu veröffentlichen. Zweitens sollte nun klargestellt werden, wie die Ratschläge des Ausschusses in den Haushaltsüberwachungsrahmen auf europäischer Ebene einfließen. Möglich wäre dies beispielsweise dadurch, dass dem Vorsitz des Europäischen Fiskalausschusses das Recht gewährt wird, vor dem Europäischen Parlament und in den entsprechenden Sitzungen des Rates bzw. der Euro-Gruppe Stellungnahmen abzugeben. Hierbei könnte sich die Kommission für den Fall, dass sie in einer bestimmten Angelegenheit von einer Empfehlung des Ausschusses abweicht, verpflichten, ihre Haltung zu begründen. Drittens wird es darauf ankommen, das Mandat des Europäischen Fiskalausschusses festzulegen, und zwar vor allem im Hinblick auf das Zusammenspiel zwischen seiner Beurteilung der Anwendung des SWP und seiner Einschätzung des künftigen haushaltspolitischen Kurses. Während Ersteres auf einem etablierten methodischen Fundament aufbauen kann, gilt dies nicht für die Einschätzung, ob die haushaltspolitische Ausrichtung – insbesondere auf Ebene des Euroraums – adäquat ist. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, zu gewährleisten, dass die Einhaltung des SWP in allen Mitgliedstaaten und die Risiken für die Tragfähigkeit der Staatsschulden die zentralen Elemente für die Beurteilung des haushaltspolitischen Kurses bilden. Schlussendlich könnte die institutionelle Ausgestaltung des Europäischen Fiskalausschusses im Zeitverlauf überarbeitet werden. Dabei sollte der Fokus darauf liegen, den Ausschuss aus dem institutionellen Gefüge der Kommission auszugliedern, damit er als unabhängige Institution mit eigener Rechtspersönlichkeit agieren kann.

Aufsätze

Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB

Im vorliegenden Aufsatz wird die Wirkung der seit Juni 2014 ergriffenen Sondermaßnahmen der EZB – d. h. des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe, hier vor allem die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), und des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), hier vor allem das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), auf den Intermediationsprozess der Banken, deren Kreditvergabe und die Geldmenge beurteilt. Die Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass die Maßnahmen in einer Vielzahl von Finanzmarktsegmenten einen deutlichen Renditerückgang bewirkten, wobei die Effekte generell mit Laufzeit und Risikogehalt zunahmen. Beide Programme trugen zu einer Verringerung der Refinanzierungskosten der Banken bei und erzeugten Anreize für diese, die Kostenentlastung durch eine stärkere Kreditvergabe zu besseren Bedingungen an die Endkreditnehmer weiterzugeben. Insgesamt halfen die günstigeren Kreditkonditionen im Euro-Währungsgebiet, dass die akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik über die Intermediationskette die privaten Haushalte und die Unternehmen erreichte.

1 Einleitung

Seit Ausbruch der Finanzkrise haben die EZB und alle anderen großen Zentralbanken ihre geldpolitischen Handlungsrahmen um eine Reihe von Sondermaßnahmen ergänzt. In „normalen“ Zeiten verfolgt die EZB ihr Preisstabilitätsmandat, indem sie den Preis für Zentralbankguthaben festlegt und damit die kurzfristigen Geldmarktsätze steuert, sodass darin die angestrebte geldpolitische Ausrichtung zum Ausdruck kommt. Dieses geldpolitische Signal wird dann durch das Finanzsystem weitergegeben und beeinflusst in der Folge die allgemeineren Finanzierungsbedingungen und letztlich die makroökonomische Entwicklung. Dieser standardmäßig verwendete geldpolitische Handlungsrahmen erwies sich während der Finanzkrise aus zwei wesentlichen Gründen als unzureichend: Erstens beeinträchtigten Verwerfungen in einigen Finanzmarktsegmenten den Transmissionsmechanismus der geldpolitischen Ausrichtung, wonach der von der Zentralbank gesteuerte Preis für Zentralbankguthaben auf die allgemeineren Finanzierungsbedingungen, welche die Investitions- und Konsumententscheidungen der Unternehmen und privaten Haushalte bestimmen, übertragen wird. Zweitens führten die Dauer und Schwere der globalen Finanzkrise dazu, dass mit der Erreichung der effektiven Untergrenze der nominalen

kurzfristigen Geldmarktsätze der Spielraum für geldpolitische Anreize für die Wirtschaft ausgeschöpft war.

Ziel der von der EZB vor Juni 2014 ergriffenen Sondermaßnahmen war die Behebung von Störungen in verschiedenen Phasen des Transmissionsmechanismus.

Diese Maßnahmen umfassten die nachfrageabhängige flexible Bereitstellung von Liquidität für das Bankensystem – mit verlängerten Laufzeiten und auch in anderen Währungen als Euro – bis hin zur Durchführung von direkten Wertpapierkäufen (Outright-Käufen) in gestörten Marktsegmenten.¹ Gemeinsames Merkmal der Maßnahmen war es, dass durch sie keine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung der EZB, sondern die Gewährleistung ihrer ordnungsgemäßen Übertragung auf die Wirtschaft beabsichtigt war, indem die Störungen im Transmissionsmechanismus angegangen wurden.²

Ab Juni 2014 wurde schrittweise eine Reihe neuer Maßnahmen eingeführt, die zusammen ein Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe bildeten.

Ziel dieser Maßnahmen war die Verbesserung der geldpolitischen Transmission, aber auch die Stärkung der akkommodierenden geldpolitischen Ausrichtung angesichts der zu dem Zeitpunkt herrschenden anhaltend schwachen Inflationsaussichten, sich verlangsamenden Wachstumsdynamik und verhaltenen Entwicklung der Geldmenge und Kreditvergabe. Da die übliche Art der Durchführung von Sondermaßnahmen, d. h. die Absicherung des Liquiditätsbedarfs der Banken, zunehmend weniger geeignet war, weil die Banken in eine neue Phase eintraten und ihren Verschuldungsgrad aktiv reduzierten, wurden neue Anreize für die Banken zur Wiederaufnahme ihrer Kreditvergabe erforderlich. Im Juni 2014 gab die EZB die Einführung der GLRGs bekannt. Diese ermöglichen den Banken im Rahmen von acht Geschäften, die seit September 2014 vierteljährlich durchgeführt werden, für einen Zeitraum von bis zu vier Jahren Kredite beim Eurosystem zu festen Zinssätzen aufzunehmen. Dabei gilt es zu beachten, dass die Höhe der den Banken zur Verfügung gestellten Mittel bei den ersten beiden GLRGs an die zum 30. April 2014 gehaltenen anrechenbaren Kredite (d. h. Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum ohne Wohnungsbaukredite) geknüpft war, während für die verbleibenden sechs Geschäfte die Entwicklung der anrechenbaren Kreditvergabe seit Mai 2014 maßgeblich ist.³ Vor dem Hintergrund einer breiter angelegten Leitzinssenkung beschloss der EZB-Rat ferner im Juni 2014 erstmals die Einführung eines negativen Zinssatzes für die Einlagefazilität und die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Reserven. Im September 2014 wurde der Zinssatz weiter auf sein aktuelles Niveau von -0,20 % herabgesetzt. Im selben Monat gab die EZB

¹ Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, Monatsbericht Oktober 2010. Für eine neuere Betrachtung siehe EZB, Die Rolle der Zentralbankbilanz in der Geldpolitik, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

² Seit Juli 2013 verfolgt die EZB auch die Praxis einer expliziten verbalen Kommunikation zur Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik (Forward Guidance), um so größere Klarheit über die auf der Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität beruhende geldpolitische Orientierung des EZB-Rats zu schaffen, wodurch die Wirksamkeit der Geldpolitik der EZB unter den vorherrschenden Umständen verstärkt wird. Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Die Forward Guidance der EZB, Monatsbericht April 2014.

³ Einzelheiten zu den Modalitäten der GLRGs finden sich im Dokument „Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte: aktualisierte Modalitäten“ unter www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Aufgaben/Geldpolitik/glr_g_aktualisierte_modalitaeten.pdf?__blob=publicationFile.

zudem bekannt, zwei Wertpapierankaufprogramme aufzulegen: das Programm zum Ankauf forderungsbesicherter Wertpapiere (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) und das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme – CBPP3).

Im Januar 2015 kündigte die EZB schließlich die Einführung des erweiterten APP an, um den geldpolitischen Kurs weiter zu lockern. Diese Maßnahme wurde als notwendig erachtet, da die Senkung der Leitzinsen durch die Nullzinsgrenze beschränkt war – seit September 2014 liegt der Hauptrefinanzierungssatz der EZB bei 0,05 % – und sich die Inflationssaussichten seit Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe weiter verschlechtert hatten. Das erweiterte APP umfasst die beiden zuvor eingeführten Ankaufprogramme (ABSPP und CBPP3) sowie den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors. Insgesamt sind monatliche Ankäufe im Umfang von 60 Mrd € vorgesehen, die bis Ende September 2016 bzw. erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen sollen und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar ist, die im Einklang mit dem Ziel steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.⁴

Im vorliegenden Aufsatz wird die Wirkung der seit Juni 2014 von der EZB ergriffenen Sondermaßnahmen auf die Intermediation der Banken, deren Kreditvergabe und die Geldmenge erörtert.⁵ Der Effekt der Sondermaßnahmen auf Finanzintermediäre aus dem Nichtbankenbereich sowie der letztliche Einfluss auf Konjunktur und Inflation ist nicht Gegenstand der Betrachtung. In Abschnitt 2 wird die Wirkung dieser Maßnahmen auf die Entwicklung der Bankbilanzen, die Refinanzierungsbedingungen und die Risikotragfähigkeit untersucht. Dabei liegt der Fokus darauf, wie die Maßnahmen die Banken in ihrer Funktion als Finanzintermediäre beeinflussen und somit einen effektiven Transmissionskanal für das geldpolitische Signal darstellen. In Abschnitt 3 wird die Wirkung der Maßnahmen auf das Ergebnis des Intermediationsprozesses, nämlich die Bankkreditvergabe, erörtert. Abschnitt 4 analysiert den Effekt des APP auf die weit gefasste Geldmenge vor dem Hintergrund des exogenen Anstiegs der Zentralbankliquidität infolge der Maßnahme. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung. Die beiden Kästen bieten einen stilisierten Überblick über die wichtigsten Transmissionskanäle für diese Maßnahmen (siehe Kasten 1) und deren Auswirkungen auf verschiedene Finanzmarktpreise (siehe Kasten 2).

⁴ Näheres hierzu siehe EZB, Das erweiterte Programm des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

⁵ Stichtag für die in diesem Aufsatz enthaltenen Daten war der 25. September 2015.

Kasten 1

Transmissionskanäle für Sondermaßnahmen

Während die von der EZB seit Juni 2014 eingeführten Sondermaßnahmen recht diversifiziert ausgestaltet sind, weisen die allgemeinen Transmissionskanäle, über die sie den Erwartungen zufolge die Wirtschaft beeinflussen, Ähnlichkeiten auf, wenngleich sie durch die verschiedenen Maßnahmen in unterschiedlichem Maße aktiviert wurden. In der umfangreichen Fachliteratur, die sich in erster Linie mit Ankaufprogrammen für Vermögenswerte befasst, werden eine Reihe möglicher Kanäle identifiziert, durch die die Sondermaßnahmen Einfluss auf die Inflation und die Produktion ausüben könnten. Unter Zugrundelegung dieser Fachliteratur wird im vorliegenden Kasten auf drei Haupttransmissionskanäle eingegangen: direkte Weitergabe, Portfolioumschichtungen und Signalisierung.

Was den direkten Weitergabekanal betrifft, so wird davon ausgegangen, dass die Sondermaßnahmen durch bessere Refinanzierungsbedingungen für die Banken eine Lockerung der Kreditvergabebedingungen für den privaten nichtfinanziellen Sektor bewirken. Dadurch werden die Kreditaufnahme sowie die Investitions- und Konsumausgaben gefördert. Im Fall der GLRGs, die darauf ausgelegt sind, die marginalen Refinanzierungskosten der Banken für die Kreditvergabe in den von den GLRGs erfassten Bereichen zu verringern, dürfte dieser Kanal am stärksten zum Tragen kommen. Die GLRGs bewirken aufgrund ihrer Ausgestaltung, dass die Banken einen Anreiz haben, ihr Angebot an bestimmten Nettokrediten für die Realwirtschaft auszuweiten, wodurch sichergestellt wird, dass zumindest ein Teil der sich aus den niedrigeren Refinanzierungskosten ergebenden Vorteile an die Kreditnehmer weitergegeben wird. Darüber hinaus können die GLRGs zu einem geringeren Angebot an Bankschuldverschreibungen in der Wirtschaft führen, da sie es den Banken ermöglichen, marktbasierende Finanzierung durch bei der Zentralbank aufgenommene Mittel zu ersetzen. Die Knappheit emittierter Bankanleihen sollte zu niedrigeren Renditen entsprechender Papiere – auch von jenen, die nicht von an den GLRGs teilnehmenden Intermediären begeben wurden – führen. Der Erwerb von Vermögenswerten, insbesondere solcher, die im Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe enthalten sind, kann auch die Kreditbedingungen des privaten Sektors beeinflussen. Die Ankäufe der Zentralbank führen zu höheren Preisen der anvisierten gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities. Somit werden die Banken ermutigt, ihr Angebot an verbrieften Krediten zu erhöhen, was tendenziell die Zinsen für Bankkredite sinken lässt.

Der Portfolioumschichtungskanal sorgt dafür, dass die Renditen für eine große Vielzahl an Vermögenswerten zurückgehen. Der Ankauf von Vermögenswerten durch die Zentralbank führt bei den Verkäufern dieser Aktiva zu höheren Liquiditätsbeständen. Wird diese Liquidität nicht als vollkommenes Substitut für die veräußerten Papiere erachtet, kann eine Umschichtung der Portfolios hin zu anderen Aktiva die Folge sein. Durch mehrere solche Portfolioumschichtungsversuche steigen die Vermögenspreise bis zum Erreichen eines neuen Gleichgewichts an, was niedrigere Renditen und Außenfinanzierungskosten bedeutet. Die theoretischen Grundlagen dieses Kanals gehen mindestens bis in die 1960er-Jahre zurück.⁶ Die

⁶ Siehe J. Tobin, Money, Capital, and Other Stores of Value, in: American Economic Review, Papers and Proceedings of the Seventy-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Bd. 51, Nr. 2, 1961, S. 26-37; M. Friedman und A. J. Schwartz, Money and Business Cycles, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 45, Nr. 1, 1963, S. 32-64; K. Brunner und A. H. Meltzer, Mr Hicks and the 'Monetarists', in: Economica, Bd. 40, Nr. 157, 1973, S. 44-59; sowie D. Vayanos und J.-L. Vila, A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates, Working Paper Series des NBER, Nr. 15487, 2009.

Umschichtung der Portfolios kann die Ausweitung der Bankkreditvergabe fördern, da die Vergabe von Darlehen angesichts geringerer Wertpapierrenditen eine attraktivere Option darstellt. Durch das größere Kreditangebot der Banken sinken auch die damit verbundenen Kosten. Zum Teil könnten Portfolioumschichtungen höhere Bestände an Auslandsforderungen von Ansässigen im Euroraum oder die Mittelrückführung durch Gebietsfremde nach sich ziehen, wodurch Abwärtsdruck auf den Wechselkurs des Euro ausgeübt wird. Ferner können auch GLRGs Umschichtungseffekte auslösen, weil die Beträge, die die Banken aufnehmen können, ein Vielfaches ihrer anrechenbaren Kreditvergabe ausmachen. Dies ermöglicht es ihnen, auch den Erwerb von Vermögenswerten wie Wertpapieren der öffentlichen Hand oder des privaten Sektors zu finanzieren. Darüber hinaus dürfte die Rückzahlung – und nicht die Prolongation – fälliger Bankschuldverschreibungen durch die an den GLRGs teilnehmenden Kreditinstitute dazu führen, dass die Inhaber dieser Papiere ihr Portfolio anpassen. Die empirische Bedeutung dieses Kanals wurde im Rahmen von Arbeiten, die sich in erster Linie mit den Auswirkungen quantitativer Lockerung auf die Finanzmärkte beschäftigen, untersucht. Die meisten Studien stützen die Relevanz dieses Kanals.⁷

Beim Signalisierungskanal wirkt der Einsatz von Sondermaßnahmen, insbesondere solcher mit erheblichen Auswirkungen auf die Zentralbankbilanz, verstärkend auf die Verpflichtung der Währungsbehörde zu ihrem Mandat.⁸ Zwei Effekte können die Folge sein. Erstens kann dies eine Korrektur der Erwartungen der Märkte hinsichtlich der künftigen Kurzfristzinsen nach unten auslösen. Im Fall der Ankaufprogramme der EZB ist diese Wirkung auf den langen Zeitraum reichlich vorhandener Liquidität zurückzuführen, der sich aus dem Laufzeitprofil der erworbenen Papiere ergibt. Bei den GLRGs hängt dieser Umstand mit dem Festzins und der langen Laufzeit der Geschäfte zusammen, die für die ersten Operationen vier Jahre betrug. Zweitens können Inflationserwartungen verankert oder möglicherweise auch erhöht werden. Infolgedessen sinken die langfristigen Realzinsen, und die Investitionen und der Konsum werden gestützt. Frühere Untersuchungen kamen zu dem Ergebnis, dass der Beitrag des Signalisierungskanals höchst ungewiss ist. So fiel er im Vereinigten Königreich verhalten und im Eurogebiet moderat aus. In den Vereinigten Staaten war er äußerst unsicher. Dort bewegten sich die Schätzungen in einer Spanne von 10 % bis 50 % des gesamten Renditerückgangs bei Staatsanleihen.⁹

⁷ Evidenz im Zusammenhang mit dem Euro-Währungsgebiet findet sich in: C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series der EZB, erscheint demnächst. Für das Vereinigte Königreich siehe M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens und M. Tong, The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom, in: International Journal of Central Banking, Bd. 7, Nr. 3, 2011, S. 113-161. Für die Vereinigten Staaten siehe J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache und B. Sack, The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases, in: International Journal of Central Banking, Bd. 7, Nr. 1, 2011, S. 3-43. Siehe auch S. D'Amico, W. English, J. D. López-Salido und E. Nelson, The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects, in: Economic Journal, Bd. 122, 2012, S. 415-446.

⁸ Die Auswirkungen der Maßnahmen auf die Bilanz des Eurosystems werden erörtert in: EZB, Die Rolle der Zentralbankbilanz in der Geldpolitik, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

⁹ Siehe A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, The Ins and Outs of LSAPs, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013; M. D. Bauer und G. D. Rudebusch, The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases, in: International Journal of Central Banking, Bd. 10, Nr. 3, 2014, S. 233-289; sowie J. H. E. Christensen und G. D. Rudebusch, The Response of Interest Rates to US and UK Quantitative Easing, in: The Economic Journal, Bd. 122, Nr. 564, 2012, S. F385-F414.

2 Die Wirkung der Sondermaßnahmen auf die Intermediation der Banken

Die Sondermaßnahmen der EZB wirken sich in komplexer Weise und oftmals umfassend auf die Intermediationsprozesse und -kapazitäten der Banken und umgekehrt aus, indem sie die Bilanzentwicklung, Refinanzierungsbedingungen und Risikotragfähigkeit beeinflussen. Im vorliegenden Abschnitt werden einige der wichtigsten Aspekte dieser Wechselwirkung bei den GLRGs und dem APP erörtert, um herauszufinden, wie diese Maßnahmen die Fähigkeit der Banken beeinflussen, als effektiver Transmissionskanal für das geldpolitische Signal zu agieren.

2.1 Inanspruchnahme der GLRGs durch die Banken

Die GLRGs sollen die Bilanzen der Kredit nehmenden Banken auf zwei wichtige, sich ergänzende Arten beeinflussen. Erstens bieten sie den Banken einen Anreiz zur Ausweitung ihrer Aktiva, insbesondere mit Blick auf die Kreditgewährung an Unternehmen und private Haushalte, was mit dem zielgerichteten Charakter der Maßnahmen im Einklang steht. Da der Betrag, den die Banken im Rahmen der GLRGs aufnehmen können, ein Vielfaches ihrer anrechenbaren Kreditvergabe darstellt, können die Banken damit auch andere Strategien der Ausweitung ihrer Aktiva, bei denen die Forderungskategorien nicht nur anrechenbare Kredite beinhalten, finanzieren. Zweitens sollen die GLRGs den Banken als attraktives langfristiges Refinanzierungsmittel ermöglichen, kostspieligere Finanzierungsquellen zu ersetzen und die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten zu verlängern, um diese besser auf die im Rahmen der Maßnahme abgezielte Kreditvergabe abzustimmen.

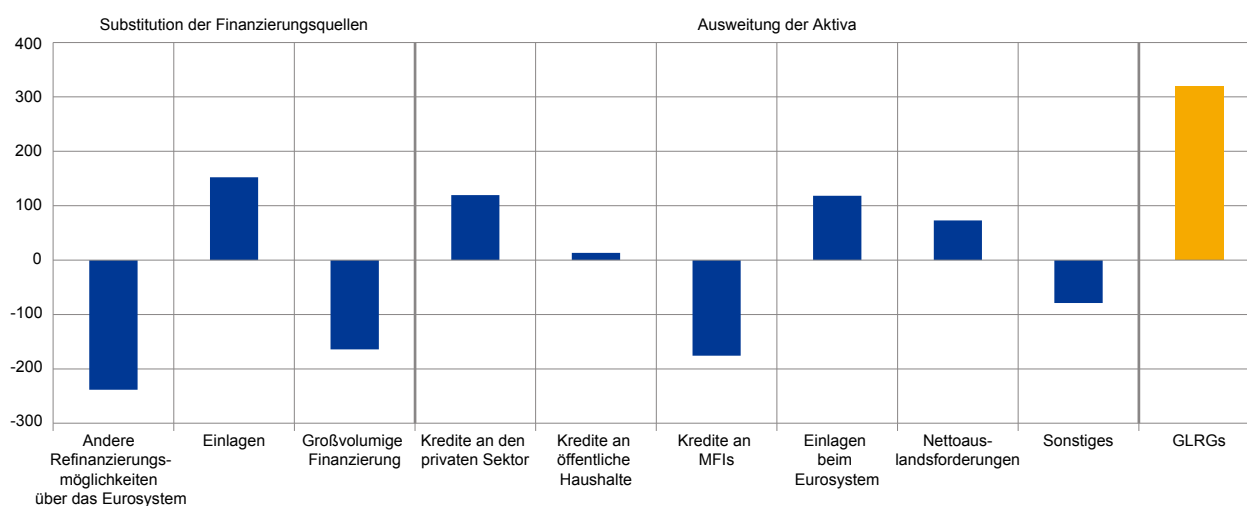
Seitdem die GLRGs durchgeführt werden, kam es tatsächlich zu einer Zunahme der Bankaktiva, wenngleich diese sich auf Länder konzentrierte, die derzeit als weniger anfällig gelten.¹⁰ Diese Zunahme, die durch die GLRGs begünstigt worden sein könnte, ist im Vergleich zu einem kontrafaktischen Szenario zu beurteilen, d. h. im Vergleich zu der Ausweitung der Bankbilanzen, die ohne das Ergreifen dieser Maßnahme stattgefunden hätte. Wenngleich eine solche Entwicklung schwer zu fassen ist, gilt es zu bedenken, dass bei der Einführung der Geschäfte einige Banken im Euroraum wie auch ganze Bankensysteme in bestimmten anfälligen Ländern sich der Notwendigkeit eines Verschuldungsabbaus gegenübersehen, was in manchen Fällen sogar in Restrukturierungsplänen formalisiert worden war. Abbildung 1 zeigt die Veränderungen in den wichtigsten Bilanzpositionen jener Banken, die im Zeitraum von Ende August 2014 (bevor das erste GLRG durchgeführt wurde) bis Ende Juli 2015 im Rahmen von GLRGs Mittel aufgenommen haben. Zweifellos spielt auch eine Vielzahl anderer Faktoren und Überlegungen bei den Bilanzveränderungen eine Rolle, die nicht mit den GLRGs

¹⁰ Im vorliegenden Beitrag umfasst der Begriff „anfällige Länder“ Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien, während alle anderen Euro-Länder als „weniger anfällige Länder“ bezeichnet werden.

im Zusammenhang stehen und um die in dieser einfachen Veranschaulichung nicht bereinigt werden kann. Diese Entwicklungen sind daher mit Vorsicht und im Zusammenhang mit ergänzender Evidenz zu interpretieren. Aus Abbildung 1 geht hervor, dass die GLRG-Kreditnehmer ihre Kredite an den privaten Sektor in diesem Zeitraum ausweiteten. Allerdings ist dies ausschließlich auf Banken in derzeit als weniger anfällig erachteten Ländern zurückzuführen. In den anfälligen Ländern hingegen sank die Kreditvergabe der GLRG-Kreditnehmer an den privaten Sektor weiter, was den anhaltenden Prozess des Verschuldungsabbaus in diesen Ländern widerspiegelt. GLRG-Kreditnehmer erwarben sowohl in anfälligen als auch in weniger anfälligen Ländern Nettoauslandsforderungen, während die Veränderung der Kreditgewährung an Staaten im Eurogebiet insgesamt verhalten ausfiel.¹¹ Es gibt keine Hinweise, dass GLRG-Kreditnehmer in aggregierter Betrachtung die erworbene Liquidität an andere Banken weiter verteilten, da die Kreditvergabe an monetäre Finanzinstitute (MFIs) zurückging. Während aus Abbildung 1 hervorgeht, dass GLRG-Kreditnehmer bis zu einem gewissen Grad ihr Geld als Einlagen beim Eurosystem „parkten“, gilt es zu berücksichtigen, dass das erweiterte APP zum Ende des Betrachtungszeitraums aufgelegt wurde, wodurch sich die Zentralbankreserven deutlich und stetig erhöhten.

Abbildung 1
Bilanzveränderungen der an den GLRGs teilnehmenden Banken

(in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

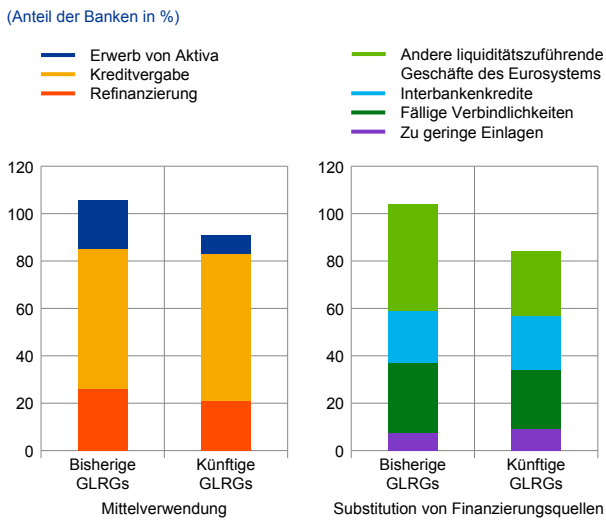
Anmerkung: Dargestellt sind die kumulierten Veränderungen im Zeitraum von Ende August 2014 bis Ende Juli 2015. Die Angaben beziehen sich nur auf die an den GLRGs teilnehmenden Banken, für die Bilanz einzeldaten zur Verfügung stehen. „Großvolumige Finanzierung“ umfasst die Emission von Schuldverschreibungen und die Kreditaufnahme bei MFIs.

Die infolge der GLRGs verzeichnete Substitution der Finanzierungsquellen führte zu einer signifikanten Ausweitung der Laufzeiten der Bankfinanzierung.
GLRG-Kreditnehmer haben ihren Rückgriff auf andere Refinanzierungsmöglichkeiten

¹¹ Der Anstieg der Nettoauslandsforderungen spiegelt in erster Linie die Intermediation der Auslandstransaktionen der Bankkunden wider und ist daher vornehmlich keine aktive Portfolioentscheidung der Banken. Trotzdem erhöhten sich auch die Bruttoauslandsforderungen in diesem Zeitraum.

über das Eurosystem deutlich verringert (siehe Abbildung 1). Dies ist sowohl darauf zurückzuführen, dass die im Dezember 2011 und Februar 2012 durchgeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit im Januar bzw. Februar 2015 fällig wurden, als auch darauf, dass die Banken ihren Finanzierungsbedarf über die GLRGs anstatt über andere Refinanzierungsgeschäfte (wie etwa den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit einer Laufzeit von drei Monaten und den Hauptrefinanzierungsgeschäften) deckten. Insgesamt führte dies zu einer deutlichen Verlängerung der durchschnittlich gewichteten Laufzeit der von den Banken beim Eurosystem ausgeliehenen Mittel, und zwar von 130 Tagen vor der Durchführung des ersten GLRG auf 804 Tage nach der Abwicklung des vierten GLRG im Juni 2015.¹² Diese Verlängerung der Laufzeit bietet den Banken über einen längeren Zeitraum Refinanzierungssicherheit und ermöglicht es ihnen, die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten mit jener ihrer Forderungen (wie etwa Buchkredite an private Haushalte und Unternehmen) besser abzustimmen. Zudem haben GLRG-Kreditnehmer ihre großvolumige Finanzierung, also die Begebung von Schuldverschreibungen und die Kreditaufnahme auf dem Interbankenmarkt, reduziert. Tatsächlich gibt es Hinweise darauf, dass die Emission von Schuldverschreibungen für GLRG-Kreditnehmer in aggregierter Rechnung stärker rückläufig war als für andere Banken. Zwar wäre die Verringerung von Schuldverschreibungen, insbesondere unbesicherter Schuldtitel, die kosteneffektivste Art der Substitution von Finanzierungsmitteln, doch wird die Verringerung des

Abbildung 2
Verwendungszweck der Mittel aus GLRGs laut Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2015



Quelle: EZB.
Anmerkung: „Bisherige GLRGs“ bezeichnet alle GLRGs, die bis Juni 2015 erfolgten, während sich „künftige GLRGs“ auf die Geschäfte nach diesem Zeitpunkt bezieht. Die in der Abbildung dargestellten Werte sind die Summe des Anteils der Banken, die auf die entsprechende Frage in der Erhebung angaben: „ist in beträchtlichem Umfang für diesen Zweck verwendet worden bzw. wird oder würde in beträchtlichem Umfang dafür verwendet“ und „ist in gewissem Umfang für diesen Zweck verwendet worden bzw. wird oder würde in gewissem Umfang dafür verwendet“. Die Berechnung erfolgte ohne den Anteil der Banken, deren Antwort „nicht zutreffend“ lautete. Die Teilnehmer konnten angeben, dass die Mittel aus den GLRGs für mehr als einen Verwendungszweck eingesetzt wurden bzw. werden.

Bestands durch die laufzeitbedingten Tilgungen sowie Geschäftsüberlegungen zur Förderung einer anhaltenden Emissionspräsenz am Markt beschränkt. In diesem Zusammenhang haben die anderen in diesem Zeitraum von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen und vor allem das CBPP3 die fortgesetzte Emissionstätigkeit der Banken am Markt für gedeckte Schuldverschreibungen gestützt.

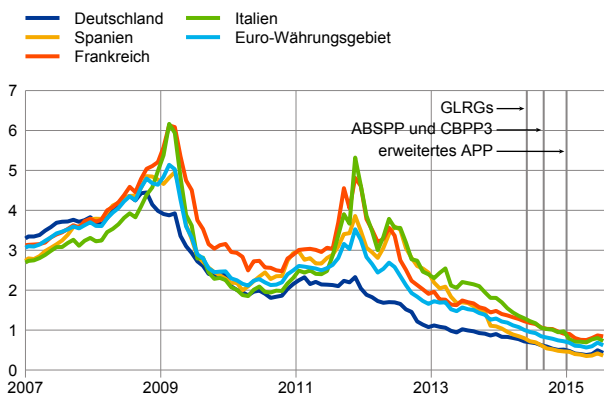
Was die künftige Entwicklung betrifft, so haben die Banken signalisiert, dass sie von einer stärkeren Mobilisierung der über GLRGs bereitgestellten Mittel ausgehen, um Kredite zu vergeben. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2015 rechnen die Banken damit, dass sie bei künftigen GLRGs einen größeren Teil ihrer in Anspruch genommenen Mittel für die Kreditgewährung verwenden und den Anteil für den Erwerb anderer Aktiva verringern werden (siehe linke Grafik in Abbildung 2). Was die Substitution der Finanzierungsquellen betrifft, so gehen die Banken davon aus, dass die Substitution anderer liquiditätszuführender Geschäfte des Eurosystems an Bedeutung verlieren wird (siehe rechte Grafik in Abbildung 2), was angesichts des Ausmaßes, in dem

¹² Bei dieser zur Veranschaulichung erstellten Berechnung wird davon ausgegangen, dass alle GLRGs bei Endfälligkeit im September 2018 getilgt werden und weder eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung noch eine vorzeitige Pflichtrückzahlung erfolgt.

Abbildung 3

Zusammengesetzte Kosten der Einlagen- und Anleihefinanzierung der Banken

(in % p. a.)

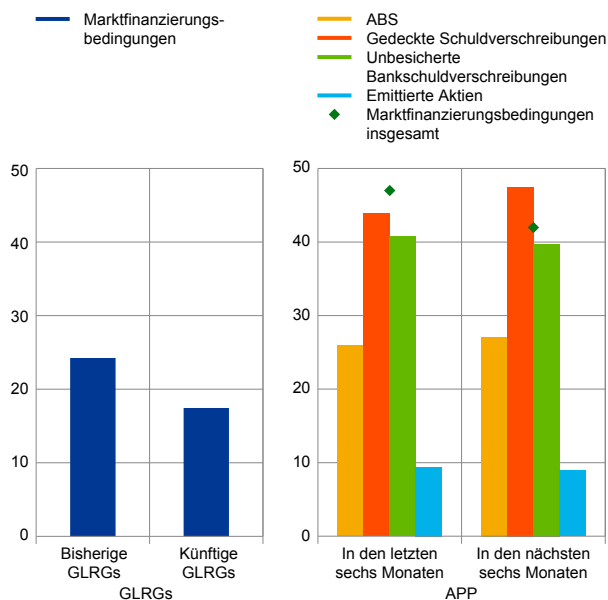


Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Dargestellt ist der Durchschnitt der Einlagensätze im Neugeschäft und der Kosten der Fremdfinanzierung am Markt, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände. Die senkrechten Linien markieren den Ankündigungstag der jeweiligen Maßnahme. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Abbildung 4

Verbesserung der Marktfinanzierungsbedingungen für Banken infolge der GLRGs und des APP laut Umfrage zum Kreditgeschäft

(Anteil der Banken in %; Nettosaldo der Umfrageteilnehmer)



Quelle: EZB.
Anmerkung: „Bisherige GLRGs“ bezeichnet alle GLRGs, die bis Juni 2015 erfolgten, während sich „künftige GLRGs“ auf die Geschäfte nach diesem Zeitpunkt bezieht. Die in der linken Grafik dargestellten Werte sind die Summe des Anteils der Banken, die auf die entsprechende Frage in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2015 antworteten: „hat sich deutlich verbessert, wird oder würde sich deutlich verbessern“ und „hat sich etwas verbessert, wird oder würde sich etwas verbessern“. Die in der rechten Grafik dargestellten Werte sind die Differenz aus der Summe des Anteils der Banken, die in der Umfrage vom April 2015 eine deutliche bzw. leichte Verbesserung angaben, und der Summe des Anteils der Banken, die eine leichte bzw. deutliche Verschlechterung meldeten. Die Berechnung erfolgte ohne den Anteil der Banken, deren Antwort „nicht zutreffend“ lautete.

GLRGs bereits andere Formen der Refinanzierung durch das Eurosystem ersetzt haben, nicht überraschend ist.

2.2 Wirkung der Sondermaßnahmen auf den Zugang der Banken zur Marktfinanzierung

Die Sondermaßnahmen der EZB haben auch zu einer Verbesserung der allgemeineren Finanzierungsbedingungen über die Märkte für Banken geführt, und zwar unabhängig von deren Inanspruchnahme der Operationen des Eurosystems zur Mittelaufnahme. Die

Substitution kostspieligerer und kürzerfristiger Refinanzierungsquellen durch GLRGs ist nur ein Teil der durch GLRGs geschaffenen Entlastung, die sich auf die Finanzierungsbedingungen der Banken und letztlich die Finanzierungskosten der Unternehmen und privaten Haushalte auswirkt. Zusammen mit den anderen seit Juni 2014 ergriffenen konventionellen geldpolitischen Maßnahmen und Sondermaßnahmen der EZB und dem APP im Besonderen haben die GLRGs einen beträchtlichen Rückgang der mittel- und langfristigen Renditen auf eine Reihe finanzieller Vermögenswerte, einschließlich Refinanzierungsinstrumenten der Banken, bewirkt (siehe Kasten 2). Infolgedessen sanken die zusammengesetzten Kosten der Fremdfinanzierung für Banken in den Ländern des Euroraums deutlich (siehe Abbildung 3). Außerdem hat die Streuung dieser Kosten über die verschiedenen Euro-Länder hinweg weiter abgenommen. Die Verbesserungen hatten eine breiter angelegte Lockerung der Finanzierungsbedingungen der Banken zur Folge, unabhängig von dem Ausmaß ihrer Beteiligung an den Kreditgeschäften des Eurosystems. Die Bedeutung der Sondermaßnahmen der EZB als Triebfeder dieser Entwicklungen wird durch die Angaben der Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft bestätigt (siehe Abbildung 4). Etwa ein Viertel der Befragten gab in der Umfrage vom Juli 2015 an, dass die GLRGs zur Lockerung der Bedingungen für den Zugang zur Marktfinanzierung beigetragen haben. Wie erwartet ist die positive Wirkung des APP weitreichender. So vermeldete nahezu die Hälfte der teilnehmenden Banken in der Umfrage vom April 2015, dass sie in den sechs Monaten bis März einen positiven

Effekt auf die Finanzierungsbedingungen an den Märkten beobachtet hatten.¹³ In Bezug auf einzelne Instrumente, bei denen die positive Wirkung weiter verbreitet war, nannten die Banken die Finanzierung über gedeckte und unbesicherte Bankschuldverschreibungen.

2.3 Aufnahme der durch das APP geschaffenen Reserven in die Bankbilanzen

Der Erwerb von Vermögenswerten durch das Eurosystem im Rahmen des APP wirkte sich auch stark auf die Bilanzen der Banken aus. Das Eurosystem stellt im Gegenzug für die erworbenen Vermögenswerte Reserven bereit, d. h. Einlagen beim Eurosystem. Da Einlagenkonten bei der Zentralbank in der Regel von Kreditinstituten unterhalten werden,¹⁴ werden die Ankäufe ungeachtet des Endverkäufers immer über diese abgewickelt. Die Aufnahme dieser Reserven in die Bankbilanzen geht mit einer Veränderung anderer Bilanzpositionen einher. Dies dürfte schließlich zu Portfolioumschichtungen seitens der Banken führen, indem sie die Reserven gegen andere Vermögenswerte tauschen.

Der Anstieg der Reserven nach der Einführung des erweiterten APP geht in den Bilanzen der Banken mit höheren Einlagen und in etwas geringerem Umfang mit Verkäufen von Staatsanleihen aus den Portfolios der Banken einher. Der größte Gegenposten zum Anstieg der Reservebestände in der aktiven Zeit des erweiterten APP war ein Anstieg der Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet (siehe Abbildung 5), der zum Teil die Intermediation der Banken bei den Anleiheveräußerungen der Nichtbanken des Euroraums an das Eurosystem widerspiegelt. Ihre Mittlertätigkeit bei den Verkäufen durch Gebietsfremde zeigt sich in einem Rückgang der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums, der ebenfalls sehr umfangreich ausfiel. Ein etwas geringerer, aber immer noch erheblicher Anteil des Anstiegs der Reservebestände ging mit einem Rückgang der Kreditvergabe der Banken an öffentliche Haushalte einher, was zumindest zum Teil auf Wertpapierverkäufe der Banken aus dem eigenen Portfolio an das Eurosystem zurückzuführen ist. In Abbildung 5 ist auch die Ausweitung der Kredite an den privaten Sektor dargestellt, die ebenfalls zur erörterten Erhöhung der Einlagen beitrug.

Die endgültige Verwendung der durch das APP geschaffenen Liquidität dürfte je nach ursprünglicher Verwendung variieren. Das Bankensystem insgesamt kann den Gesamtbetrag der gehaltenen Reserven durch eine Portfolioumschichtung nicht verringern.¹⁵ Aggregierte Daten können daher nur begrenzt Aufschluss über die Verwendung dieser Liquidität geben, da die von einer Bank verwendete Liquidität

¹³ Dies sind die aktuellsten, zum Zeitpunkt der Erstellung des Aufsatzes zur Verfügung stehenden Ergebnisse zum APP, da die Frage zum APP in der Umfrage zum Kreditgeschäft halbjährlich enthalten ist.

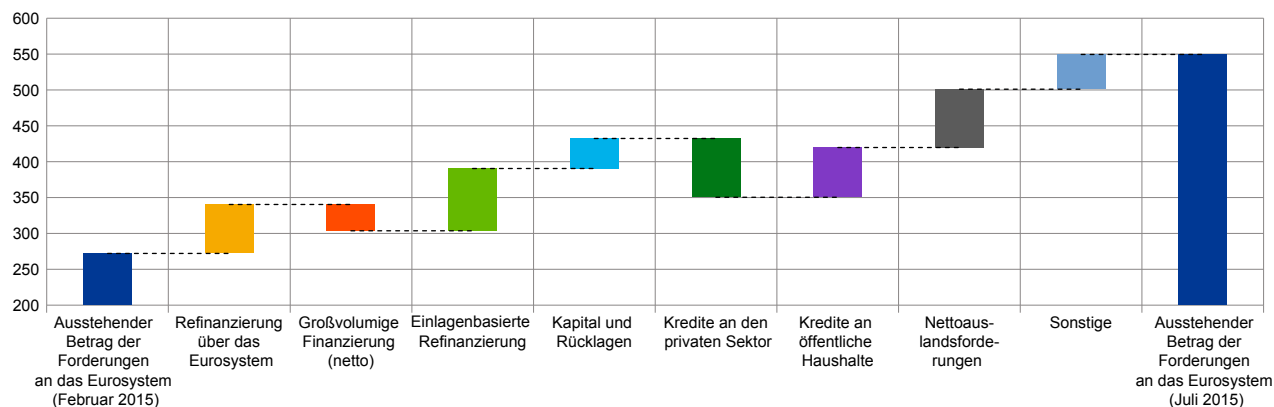
¹⁴ Bestimmte andere Einheiten wie Regierungen oder staatliche Stellen halten auch Einlagenkonten bei den nationalen Zentralbanken des Eurosystems. Diese Einheiten sind jedoch nicht an den Zwischenverkäufen von Wertpapieren an das Eurosystem beteiligt.

¹⁵ Durch Rückzahlungen an das Eurosystem kann es zu einer begrenzten Wiederabschöpfung der Reserven kommen. Der Erwerb von Banknoten seitens der Banken führt ebenfalls zu einer Verringerung des Gesamtbetrags der Reserven.

Abbildung 5

Bilanzentwicklung der MFIs (ohne Eurosystem) im Zusammenhang mit der Veränderung der gehaltenen Reserven im Zeitraum von Ende Februar bis Ende Juli 2015

(in Mrd €; nicht saisonbereinigt)



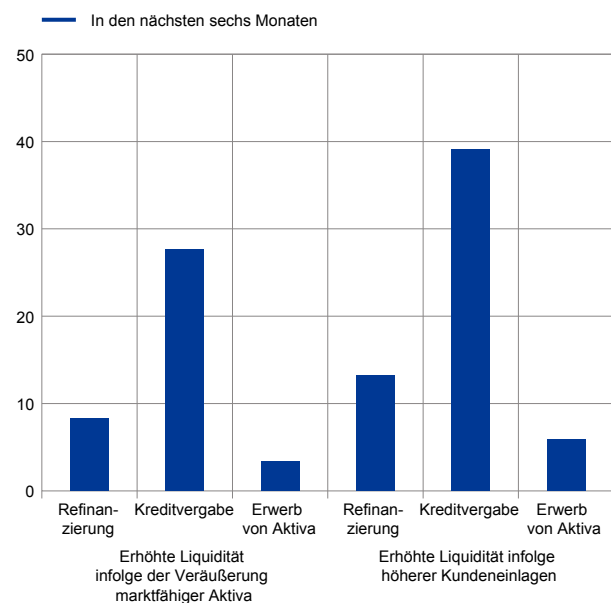
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ein Anstieg der Nettoaktiva bedeutet eine Verringerung der Forderungen an das Eurosystem. Ein Anstieg der Nettopassiva führt zu höheren Forderungen an das Eurosystem. „Großvolumige Finanzierung (netto)“ umfasst die Emission von Schuldverschreibungen ohne den Bestand von MFI-Schuldverschreibungen sowie die Kreditaufnahme bei MFIs (ohne Eurosystem) abzüglich der Einlagen bei MFIs (ohne Eurosystem).

Abbildung 6

Voraussichtliche Verwendung der durch das APP entstandenen zusätzlichen Liquidität laut Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015

(Anteil der Banken in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der prozentuale Anteil wird als die Summe des Anteils der Banken definiert, die in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 einen deutlichen bzw. leichten Beitrag des APP zu diesem Verwendungszweck meldeten. Die Berechnung erfolgte ohne den Anteil der Banken, deren Antwort „nicht zutreffend“ lautete, und die Ergebnisse beziehen sich auf die Einschätzung der Banken für die kommenden sechs Monate.

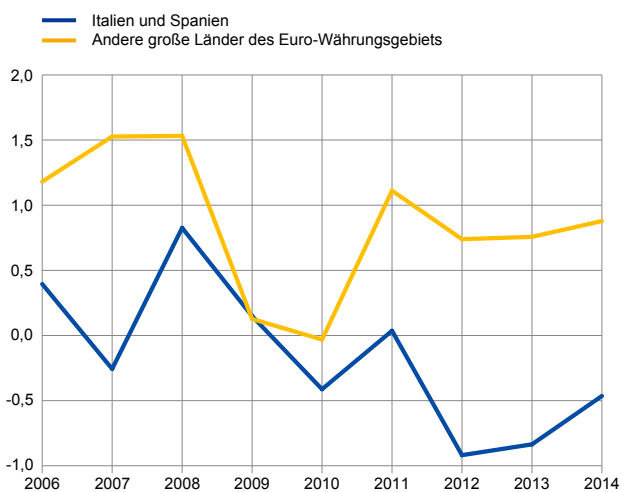
eine entsprechende Veränderung in der Bilanz der Bank, die einen Liquiditätszufluss verzeichnet, bewirkt. Aus Umfrageergebnissen lassen sich jedoch Informationen über die Intentionen der Banken ablesen. So gaben zahlreiche Umfrageteilnehmer in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 an, dass sie die Mittel für die Gewährung von Buchkrediten einsetzen würden (siehe Abbildung 6). Einschränkend ist hierbei allerdings zu berücksichtigen, dass es dauert, bis sich die Ausweitung der Kreditvergabe bemerkbar macht. Dies ist nicht nur darauf zurückzuführen, dass Geschäftsüberlegungen eine Rolle spielen, sondern auch darauf, dass sich die Kreditnachfrage nicht unmittelbar nach der Verbesserung der Angebotsbedingungen erhöhen dürfte. Daher ist es wahrscheinlich, dass sich die erste Umschichtungsphase vor allem auf die Passivseite der Bankbilanzen auswirken wird, da die Banken die verfügbare höhere Liquidität nutzen, um ihre kostspieligeren Verbindlichkeiten zurückzuführen. Aufgrund der raschen Durchführung und der niedrigen Transaktionskosten dürften in der Anfangsphase auch einige liquide Aktiva erworben werden. Beide Arten unmittelbarer Transaktionen führen jedoch zu Portfolioumschichtungseffekten und stehen somit mit den Zielen des APP im Einklang.

Durch das APP dürfte die Buchkreditvergabe verglichen mit Wertpapieren bei Portfolioentscheidungen der Banken an Attraktivität gewinnen. Es ist zu erwarten, dass es durch das APP zu einer Verschiebung der risikobereinigten

Abbildung 7

Differenz zwischen ex post risikobereinigten Renditen für Buchkredite und Wertpapiere in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(in Prozentpunkten)



Quellen: Bankscope und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die risikobereinigte Rendite für Buchkredite (Zinserträge aus Buchkrediten abzüglich Wertminderung und Eigenkapitalkosten geteilt durch den Betrag der Kredite nach Wertberichtigung) und der entsprechende Wert für Wertpapiere als gewichtete Durchschnitte für ein Panel mit unterschiedlicher Anzahl von Beobachtungen pro Beobachtungseinheit („unbalanced panel“) aus 186 Banken (Jahreswerte). „Andere große Länder des Euro-Währungsgebiets“ sind Deutschland, Frankreich und die Niederlande.

Renditen zugunsten der Kreditvergabe kommen wird, wodurch die Portfolioentscheidungen der Banken beeinflusst werden. In den vergangenen Jahren waren die Renditen der Banken, insbesondere in anfälligen Ländern des Euroraums, ex post risikobereinigt bei Wertpapieranlagen deutlich höher als bei der Investition in Buchkredite (siehe Abbildung 7). Die durch das APP bedingten Portfolioumschichtungseffekte werden einen Renditerückgang bei Wertpapieren bewirken. Während diese Effekte auch einen Abwärtsdruck auf die Kreditzinsen ausüben werden, wird die Rentabilität der Banken in diesem Zusammenhang durch das geringere Kreditrisiko aufgrund der sich aufhellenden gesamtwirtschaftlichen Aussichten gestärkt. Insgesamt dürfte das APP daher Buchkredite gegenüber Wertpapieren attraktiver machen.

2.4 Wirkung des APP auf Ertragslage und Eigenkapital der Banken

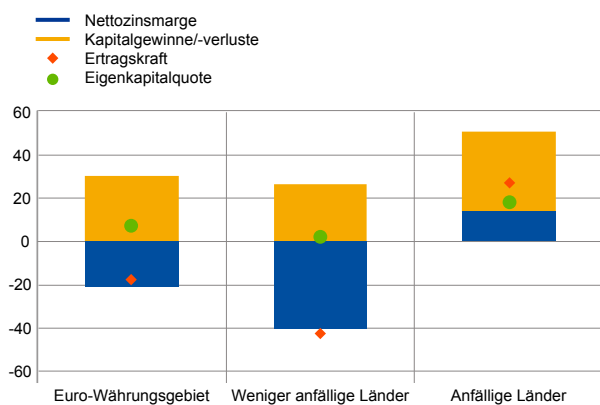
Das APP wirkt sich auch auf die Risikotragfähigkeit der Banken aus.

Die Eigenkapitalposition der Banken ist für ihre Intermediationsfähigkeit und somit ihre Fähigkeit zur Transmission der durch die EZB-Sondermaßnahmen bewirkten geldpolitischen Lockerung von zentraler Bedeutung. Die Einbehaltung von Gewinnen ist eine der wichtigsten Methoden, mit der Banken ihre Eigenkapitalpuffer und somit ihre Fähigkeit zur Kreditvergabe und Übernahme damit verbundener Risiken stärken können. Das APP wirkt sich auf unterschiedliche und zum Teil gegensätzliche Weise auf Eigenkapital und Ertragslage der Banken aus. Der infolge des APP verzeichnete Rückgang der längerfristigen Renditen vor dem Hintergrund der Annäherung an die effektive Zinsuntergrenze im kurzfristigen Laufzeitbereich bzw. deren Erreichung impliziert eine Abflachung der Zinsstrukturkurve. Da das klassische Geschäftsmodell der Banken die Fristentransformation beinhaltet, d. h. die Finanzierung des Erwerbs langfristiger Aktiva durch die Begebung kurzfristiger Verbindlichkeiten, kann diese Renditekonstellation einen Abwärtsdruck auf die Zinsmargen ausüben. Zugleich wird dieser negative Effekt auf die Ertragslage und das Eigenkapital der Banken durch den positiven Einfluss des APP auf die Konjunktur, der wie bereits erwähnt eine Minderung des Kreditrisikos und somit auch der damit verbundenen Kosten zur Risikovorsorge bewirkt, aufgehoben. Außerdem dürfte der durch das APP erwartete allgemeine Vermögenspreisanstieg die Bewertungen dieser Aktiva in den Bankbilanzen erhöhen, was unter bestimmten Bedingungen dann zu einem Kapitalgewinn führen würde.

Abbildung 8

Erwartete Wirkung des APP auf die Ertragslage und Eigenkapitalquote der Banken laut Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015

(Nettosaldo der Umfrageteilnehmer)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt ist die erwartete Wirkung in den nächsten sechs Monaten. Der Nettosaldo wird definiert als die Differenz zwischen der Summe des Anteils der Banken, die in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 eine deutliche bzw. leichte Verbesserung angaben, und der Summe des Anteils der Banken, die eine leichte bzw. deutliche Verschlechterung meldeten. Die Berechnung erfolgte ohne den Anteil der Banken, deren Antwort „nicht zutreffend“ lautete.

Die Evidenz aus der Umfrage zum Kreditgeschäft weist auf eine insgesamt positive Wirkung des APP auf die Eigenkapitalposition der Banken hin, während der Einfluss auf die Ertragslage den Angaben zufolge je nach Land variiert.

Da einige der Effekte des APP sich gegensätzlich auf die Ertragskraft und das Kapital der Banken auswirken, ist der Gesamteffekt ex ante unklar. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 rechnen die Banken mit einer insgesamt leichten Verbesserung ihrer Eigenkapitalquoten infolge des APP (siehe Abbildung 8). Dies spiegelt breit angelegte Erwartungen im Hinblick auf mit dem Programm verbundene Kapitalgewinne wider. Da sich ein Teil dieser Kapitalgewinne jedoch nicht im Bilanzgewinn der Banken niederschlägt,¹⁶ dominiert hier der negative Effekt des APP auf die Nettozinssmargen, was sich insgesamt negativ auf die Ertragslage der Banken auswirkt. Der negativen Auswirkung auf die Nettozinssmargen im Euro-Währungsgebiet insgesamt stehen unterschiedliche Entwicklungen

auf Länderebene gegenüber. Vor allem in den anfälligen Euro-Ländern, in denen Buchkredite häufig zu variablen Zinssätzen ausgereicht werden und die Banken am stärksten durch die mit der Kreditqualität verbundenen Kosten belastet sind, ist der Effekt den Angaben der Banken zufolge positiv.

Kasten 2

Die Auswirkungen der Sondermaßnahmen auf die Finanzmärkte

Im vorliegenden Kasten werden die Auswirkungen der jüngsten Sondermaßnahmen der EZB auf die Preise für finanzielle Vermögenswerte quantifiziert. Die größte Herausforderung besteht dabei darin, dass die Ankündigungen der EZB zu den GLRGs (Juni 2014) und dem erweiterten APP (Januar 2015) von den Finanzmärkten weitgehend erwartet wurden, nachdem die EZB eine Reihe offizieller Mitteilungen veröffentlicht hatte, in denen die mögliche Einführung weiterer Sondermaßnahmen angedeutet worden war. Der Theorie zufolge sollten effiziente Märkte die Auswirkungen einer geldpolitischen Maßnahme bereits vor ihrer tatsächlichen Umsetzung einpreisen. Das bedeutet, dass die Vermögenspreise schon im Vorfeld der offiziellen Ankündigung selbst auf Nachrichten im Zusammenhang mit den GLRGs und dem APP reagieren sollten, da die Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit einer Einführung der Programme und deren erwarteten Umfang neu bewerten.

In diesem Kasten wird eine Ereignisstudie dargestellt, die die berücksichtigten Ereignisse auch um die seit Mai 2014 erfolgten offiziellen Bekanntmachungen der EZB, welche die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Programme beeinflusst haben könnten, erweitert. In Bezug auf die GLRGs umfassen die geldpolitikbezogenen Ereignisse die

¹⁶ Wie stark sich die Kapitalerträge im Bilanzgewinn widerspiegeln, hängt von der Bewertungskategorie, in der die entsprechenden Aktiva gehalten werden, ab.

EZB-Ratssitzungen vom Mai und Juni 2014.¹⁷ Mit Blick auf das APP wurde eine größere Reihe von Ereignissen ausgemacht, wobei hier der Ansatz von Altavilla et al.¹⁸ zugrunde gelegt wurde. Für jedes Ereignis wurden Veränderungen in einem Zeitfenster von bis zu zwei Tagen berücksichtigt, um angesichts der Neuartigkeit der Programme möglicherweise langsame Reaktionen der Vermögenspreise erfassen zu können. Aus diesem Grund kontrolliert die Regressionsanalyse explizit makroökonomische Datenveröffentlichungen. So ergeben sich die Schätzwerte in der Spalte „kontrollierte Ereignisstudie“ (siehe Tabelle) durch Regression der täglichen Veränderungen

Tabelle

Veränderung der Renditen ausgewählter finanzieller Vermögenswerte um den Zeitpunkt geldpolitischer Ereignisse herum

	GLRGs		APP	
	Standard-ereignisstudie	Kontrollierte Ereignisstudie	Standard-ereignisstudie	Kontrollierte Ereignisstudie
Dreimonats-EURIBOR (in Basispunkten)	-4	-4	-5	-3
Zehnjährige Staatsanleihen (in Basispunkten)				
Euro-Währungsgebiet	-22	-23	-48	-47
Deutschland	-9	-10	-23	-18
Frankreich	-17	-18	-36	-27
Italien	-31	-33	-72	-60
Spanien	-29	-31	-69	-65
Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften (in Basispunkten)				
AAA	-14	-14	-13	-7
AA	-13	-13	-15	-11
A	-15	-14	-18	-14
BBB	-23	-24	-32	-27
Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (in Basispunkten)				
AAA	-10	-9	-26	-11
AA	-10	-10	-20	-12
A	-12	-12	-19	-15
BBB	-15	-15	-19	-23
Anleihen von Banken (in Basispunkten)				
Euro-Währungsgebiet	-16	-16	-26	-22
Deutschland	-12	-12	-13	-8
Frankreich	-13	-13	-17	-11
Italien	-26	-26	-56	-59
Spanien	-18	-18	-15	-14
Wechselkurs (in %)				
USD/EUR-Wechselkurs	-1	-1	-12	-12
Nominaler effektiver Wechselkurs	-1	-1	-8	-8
Aktienkurse (in %)				
Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex)	2	3	5	1
Inflationsswapsätze (in Basispunkten)				
1 Jahr	-1	1	5	33
3 Jahre	2	3	14	27
5 Jahre	2	3	14	24

Quellen: Reuters, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen für das Euro-Währungsgebiet bezieht sich auf einen Indikator der EZB, der anhand des Nelson-Siegel-Svensson-Modells erstellt wurde und sämtliche Emittenten und Bonitätseinstufungen umfasst. Der für die Schätzung verwendete nominale effektive Wechselkurs des Euro ist jener gegenüber den Währungen der Handelspartner der EWK-19-Gruppe (Australien, Bulgarien, China, Dänemark, Hongkong, Japan, Kanada, Kroatien, Norwegen, Polen, Rumänien, Schweden, Schweiz, Singapur, Südkorea, Tschechische Republik, Ungarn, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten). Bei den Bankanleihen handelt es sich um Investment-Grade-Anleihen. In Bezug auf die GLRGs fanden die Ereignisse am 8. Mai und am 5. Juni 2015 statt. Hinsichtlich des APP basiert die Studie auf 17 Ereignisdaten. Für das Jahr 2014 wurden die folgenden Ereignisdaten ausgewählt: 4., 12., 24. und 25. September; 2., 10. und 24. Oktober; 6., 17., 21. und 27. November sowie 4. Dezember. Für das Jahr 2015 wurden folgende Termine herangezogen: 2., 8., 14. und 22. Januar sowie 5. März.

¹⁷ Die Analyse bringt die EZB-Ratssitzung vom 8. Mai 2014 zum Teil mit den GLRGs in Verbindung, weil der Präsident der EZB im Rahmen der Pressekonferenz ausdrücklich erklärte, der EZB-Rat sei bereit, im darauffolgenden Monat zu handeln. Infolgedessen war die offizielle Ankündigung der GLRGs im Juni 2014 bereits nach dieser Pressekonferenz teilweise eingepreist.

¹⁸ Siehe erstes Working Paper in Fußnote 7.

bei den Renditen auf Indikatorvariablen für die ausgewählten Ereignisse und auf die Überraschungskomponenten für eine Vielzahl an makroökonomischen Datenveröffentlichungen. In der Analyse wurden gesamtwirtschaftliche Nachrichten für das Euro-Währungsgebiet, die vier größten Volkswirtschaften im Euroraum und die Vereinigten Staaten im Referenzzeitraum von Anfang Januar 2014 bis Ende März 2015 berücksichtigt. Die Spalte „Standardereignisstudie“ beinhaltet Schätzergebnisse, ohne dass makroökonomische Nachrichten kontrolliert wurden.

Die Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass die seit Juni 2014 eingeführten Sondermaßnahmen in Kombination in einer Vielzahl von Finanzmarktsegmenten einen deutlichen Renditerückgang bewirkten. Die Wirkung erhöht sich im Allgemeinen mit zunehmender Laufzeit und steigendem Risikogehalt. So sind die Auswirkungen auf langfristige Staatsanleihen – mit einem Rückgang der Renditen zehnjähriger Papiere von rund 70 Basispunkten im Eurogebiet und etwa 100 Basispunkten in Italien und Spanien – den Schätzungen zufolge beträchtlich. Die Übertragungseffekte auf die Renditen nicht im Rahmen der Programme berücksichtigter Vermögenswerte sind im Fall von Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum stark ausgeprägt.

Bei anderen Finanzmarktpreisen wird auch nachlassender Druck verzeichnet, wie beispielsweise beim Wechselkurs und bei den Aktienkursen. Wie aus der Tabelle hervorgeht, dürften die Ankündigungen im Zusammenhang mit dem APP Schätzungen zufolge zu einer Abwertung des Euro um 12 % gegenüber dem US-Dollar geführt haben. Zudem ergeben die Schätzungen einen positiven Effekt in Höhe von 3 % im Fall der GLRGs und 1 % im Fall des APP auf den Aktienindex im Eurogebiet.

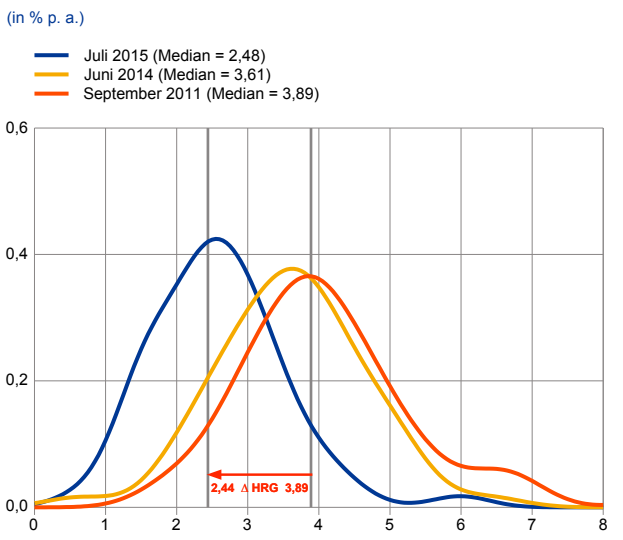
Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass das APP zu einer Zunahme der langfristigen Inflationserwartungen beigetragen hat. Die Inflationsswapsätze für Laufzeiten von einem Jahr bis fünf Jahren sind eine Messgröße der Inflationserwartungen des privaten Sektors über die entsprechenden Zeithorizonte. Die geschätzte Veränderung der Inflationsswapsätze aufgrund des APP beträgt rund 30 Basispunkte für die einjährige Laufzeit und etwa 20 Basispunkte für die fünfjährige Laufzeit. Die Reaktion der Inflationserwartungen ist entscheidend dafür, dass die Maßnahmen zur Förderung der Kreditvergabe und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten expansiv auf die Realwirtschaft wirken: Ein Rückgang der Inflationserwartungen in Höhe des Rückgangs der Nominalrenditen würde die realen Zinssätze unverändert belassen. Darüber hinaus ist die Reaktion der Inflationserwartungen eine Messgröße, um die Glaubwürdigkeit der Fähigkeit des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten aus Sicht der Finanzmärkte hinsichtlich der Begrenzung von Deflationsrisiken einschätzen zu können.

3 Die Wirkung der Sondermaßnahmen auf die Kreditvergabe der Banken

Was die geldpolitische Transmission anbelangt, ist die Intermediationskapazität der Banken primär von Bedeutung, da sie die Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen und private Haushalte beeinflusst. Dieser Abschnitt widmet sich daher konkret den Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB auf das Ergebnis des Intermediationsprozesses, d. h. die Verfügbarkeit, die Konditionen, die Zinsen und das Volumen der von den Banken vergebenen Kredite.

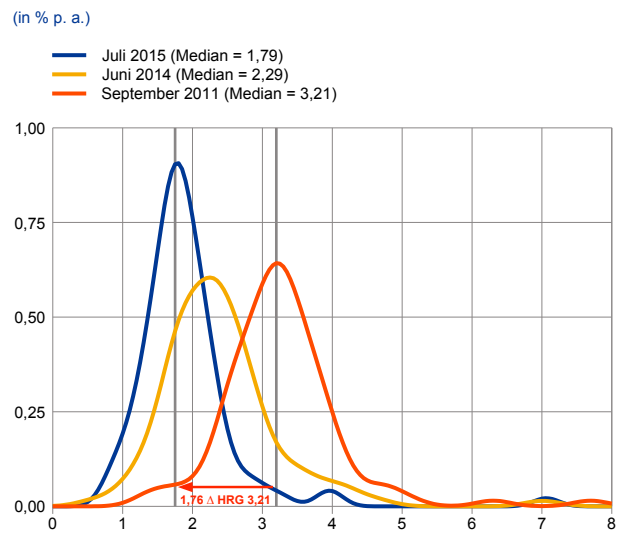
Die Entwicklung der Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften deutet auf eine verbesserte Weitergabe der geldpolitischen Maßnahmen hin. Einzeldaten zu MFI-Zinssätzen lassen darauf schließen, dass die sukzessive Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den verschiedenen Ländern unterschiedlich stark beeinflusst hat (siehe Abbildung 9 und 10). Betrachtet man die von den MFIs gegenüber Unternehmen erhobenen Kreditzinsen im September 2011 (also kurz vor der ab November 2011 durchgeführten Reihe von Senkungen des Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte) und im Juni 2014, so fällt auf, dass sich die über diesen Zeitraum hinweg erfolgte Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes um insgesamt 125 Basispunkte unvollständig und ungleichmäßig im Rückgang des Medians des Kreditzinssatzes widerspiegelte:

Abbildung 9
Zusammengesetzte Bankkreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: Verteilung der einzelnen MFIs in anfälligen Ländern



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die näherungsweise Dichteverteilung der Kreditzinsen, die anhand einer Stichprobe von 55 MFIs in ausgewählten anfälligen Ländern (Irland, Spanien, Italien und Portugal) für drei verschiedene Zeiträume (September 2011, Juni 2014 und Juli 2015) berechnet wurde. Außerdem wird veranschaulicht, dass sich der Median der Kreditzinsen im Juli 2015 auf 2,44 % belaufen hätte, wenn die Senkung des HRG-Satzes seit September 2011 (um insgesamt 145 Basispunkte) in diesem Zeitraum vollständig an den Mediankreditzins (3,89 %) weitergegeben worden wäre.

Abbildung 10
Zusammengesetzte Bankkreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: Verteilung der einzelnen MFIs in weniger anfälligen Ländern



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die näherungsweise Dichteverteilung der Kreditzinsen, die anhand einer Stichprobe von 105 MFIs in ausgewählten weniger anfälligen Ländern (Belgien, Deutschland, Frankreich, die Niederlande und Österreich) für drei verschiedene Zeiträume (September 2011, Juni 2014 und Juli 2015) berechnet wurde. Außerdem wird veranschaulicht, dass sich der Median der Kreditzinsen im Juli 2015 auf 1,76 % belaufen hätte, wenn die Senkung des HRG-Satzes seit September 2011 (um insgesamt 145 Basispunkte) in diesem Zeitraum vollständig an den Mediankreditzins (3,21 %) weitergegeben worden wäre.

Bei den weniger anfälligen Ländern war ein Rückgang um 92 Basispunkte zu beobachten, bei den anfälligen Ländern um lediglich 28 Basispunkte. Vor Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe, insbesondere aber in den anfälligen Ländern, hatte die Senkung der EZB-Leitzinsen somit kaum auf die Kreditkosten der privaten Haushalte und der Unternehmen durchgewirkt. Nach Ankündigung des Pakets im Juni 2014 kam es jedoch in den anfälligen Ländern zu einem stärkeren Rückgang der Kreditkosten (um 113 Basispunkte) als in den weniger anfälligen Ländern (50 Basispunkte). Dies lässt den Schluss zu, dass sowohl die GLRGs als auch das APP die Kreditströme an den privaten Sektor unterstützt und die entsprechenden Kreditkosten mit der intendierten geldpolitischen Ausrichtung in Einklang gebracht haben.

Die Haupteinflussfaktoren für die Kreditzinsen lassen sich anhand eines vereinfachten Kalkulationsmodells der Kreditzinsgestaltung der Banken analysieren. Hierbei können die Kreditzinsen in vier Hauptkomponenten unterteilt werden:¹⁹

$$\text{Kreditzins} = \text{Refinanzierungskosten der Banken} + \text{Eigenkapitalunterlegung} + \text{Intermediationsmarge} + \text{sonstige Faktoren}$$

Bei diesem vereinfachten Modell wird angenommen, dass die Banken bei der Festlegung der Kreditzinsen einen Referenzmarktzinssatz zugrunde legen, der vorrangig den Zinssatz widerspiegelt, zu dem die Banken am Interbankengeldmarkt Mittel aufnehmen können. Neben diesem Zinssatz geben die Banken eine Reihe von Aufschlägen an den Endkreditnehmer weiter, um die Kosten der Kreditbereitstellung zu decken, u. a. die Kosten der Einlagenfinanzierung und der Fremdfinanzierung am Markt (Refinanzierungskosten der Banken). Darüber hinaus müssen die Banken ihre Eigenkapitalkosten decken (Eigenkapitalunterlegung). Wird ein neuer Buchkredit vergeben, ist das regulatorische Risikogewicht positiv, sodass die Bank zur Deckung des Kredits eine bestimmte Menge an Kapital zur Seite legen muss.²⁰ Außerdem erheben die Banken einen Aufschlag für ihre Intermediationsdienste (Intermediationsmarge). Mit dieser Marge soll zum einen einer Reihe von Faktoren im Zusammenhang mit der Risikobehaftung des Kreditnehmers Rechnung getragen werden. Zum anderen entstehen hierdurch Nettoeinnahmen aus der Kreditvergabe. Daneben gibt es noch weitere Faktoren, die in dieser einfachen Formel nicht gesondert berücksichtigt sind (sonstige Faktoren) und die Preisgestaltung für Produkte im Kundengeschäft der Banken zuweilen stark beeinflussen können. Hierzu zählen Veränderungen der Kreditnachfrage, der Wettbewerb im Bankensektor und die Opportunitätskosten der Kreditvergabe (vor allem bei Berücksichtigung der Anreize für das Halten von Staatsanleihen).²¹

¹⁹ Die Faktoren, die die Refinanzierungskosten der Banken bestimmen, fließen in Form von Spreads gegenüber dem risikolosen Marktzins für die nächstliegende Laufzeit in die Aufschlüsselung ein. Beispielsweise ist der Einlagenspread oft negativ, weil die Banken den Einlegern Liquiditätsleistungen anbieten. Daher sind die Einlagenzinsen sehr niedrig und können sogar unter dem Zinssatz für Overnight Index Swaps (OIS) liegen.

²⁰ Die Kapitalkosten können durch Multiplikation der Überschussrendite auf das Eigenkapital der Banken mit einem Koeffizienten des Kapitalverzehrns näherungsweise berechnet werden.

²¹ Hierbei ist zu beachten, dass sich diese vereinfachte Preisgestaltungsformel nicht unmittelbar in einzelne Messgrößen der Refinanzierungskosten, der Risikospreads und der Eigenkapitalunterlegung überführen lässt, wengleich mehrere Näherungsgrößen für jede Messgröße vorliegen. Die Aufschlüsselung dient folglich nur der Veranschaulichung und erweist sich im Hinblick auf die Wahl dieser Näherungsgrößen, die mit einer hohen Unsicherheit behaftet ist, nicht als robust.

Zwischen 2011 und 2014 war besonders in anfälligen Ländern eine äußerst starre und schleppende Entwicklung der Kreditzinsen zu beobachten, auch wenn nach Ankündigung der geldpolitischen Outright-Geschäfte im August 2012 die Geldpolitik bei der Reduzierung der Refinanzierungskosten und sogar der Eigenkapitalkosten der Banken erfolgreich war (siehe Abbildung 11).

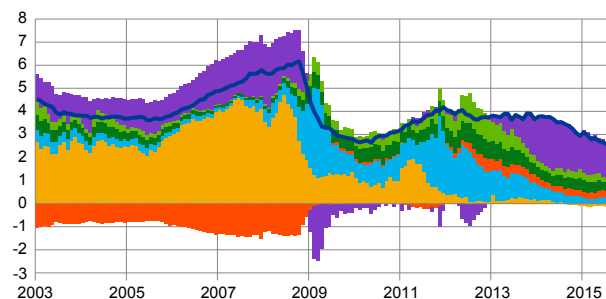
Abbildung 11

Aufschlüsselung der zusammengesetzten Kreditkosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in anfälligen Ländern

(in % p. a.)

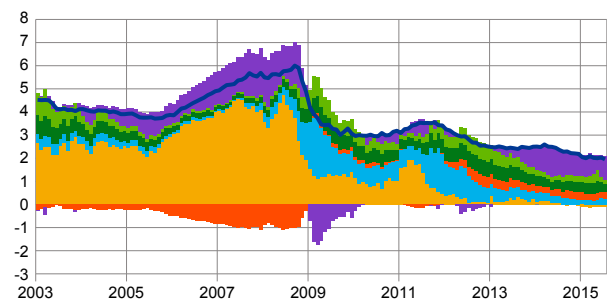
a) In anfälligen Ländern

- MFI-Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Spreads von Bankschuldverschreibungen
- Marktzinssatz
- Eigenkapitalunterlegung
- Einlagenspreads
- Margen und sonstige Faktoren
- Erwartete Verluste



b) In weniger anfälligen Ländern

- MFI-Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Spreads von Bankschuldverschreibungen
- Marktzinssatz
- Eigenkapitalunterlegung
- Einlagenspreads
- Margen und sonstige Faktoren
- Erwartete Verluste



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

Anmerkung: „Marktzinssatz“ ist der Zinssatz für Zweijahres-Overnight-Index-Swaps (OIS). „Einlagenspreads“ werden berechnet anhand eines Durchschnitts aus täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit dem jeweiligen Neugeschäftsvolumen) gegenüber dem EURIBOR mit der nächstliegenden Laufzeit. Die Renditen für „Spreads von Bankschuldverschreibungen“ stammen aus dem Merrill Lynch Global Index, aggregiert auf Basis ihrer jeweiligen Bestände, und werden gegenüber dem Swapsatz mit der nächstliegenden Laufzeit berechnet. „Eigenkapitalunterlegung“ ist definiert als die Kosten des gemäß Basel II vorzuhaltenden Eigenkapitals. „Erwartete Verluste“ = $LGD \cdot PD$, wobei die Ausfallwahrscheinlichkeit (probability of default – PD) die erwartete Ausfallhäufigkeit gemäß den Berechnungen von Moody's und die Verlustquote bei Ausfall (loss given default – LGD) auf 0,45 festgelegt ist. Als „Margen und sonstige Faktoren“ wird die Residualgröße zwischen den Kreditzinsen und allen anderen Komponenten definiert.

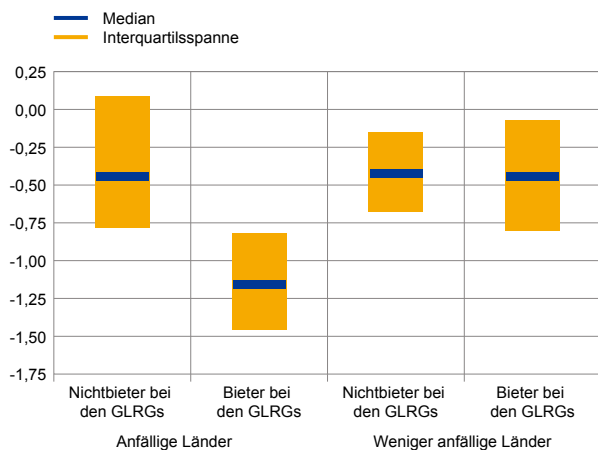
Die Kosten der Mittelaufnahme am Kapitalmarkt (d. h. die Spreads von Bankschuldverschreibungen) waren in anfälligen Euro-Ländern höher als in weniger anfälligen Ländern, vor allem im Zeitraum 2011-2012. Diese Differenz ist auf die höheren Opportunitätskosten der Investitionen in Papiere, die von in anfälligen Ländern tätigen Banken emittiert wurden, zurückzuführen, da die Staatsanleiherenditen in solchen Ländern höher sind. Hinzu kommt, dass sich die aufgrund der Staatsschuldenkrise schlechtere Bonität der Staaten in erheblichem Maße auf das Kreditrisiko der in anfälligen Ländern agierenden Banken ausgewirkt hat, wo hohe Bestände an heimischen Staatsanleihen die Refinanzierungskosten nachteilig beeinflusst haben.²²

Vor dem Hintergrund zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen und insbesondere nach Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe kam es zu einem drastischen Rückgang der Kreditzinsen. Unterschiedliche Faktoren waren hier wirksam, darunter der weitere Rückgang der Geldmarktzinsen bis in den negativen Bereich. Ein weiterer Faktor war die schrumpfende

²² Siehe C. Altavilla, M. Pagano und S. Simonelli, Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission, Working Paper des CSEF, Nr. 410, 2015 sowie V. Acharya, I. Drechsler und P. Schnabl, A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk, in: Journal of Finance, Bd. 69, Ausgabe 6, 2014, S. 2689-2739.

Abbildung 12 Veränderungen der Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in Prozentpunkten)

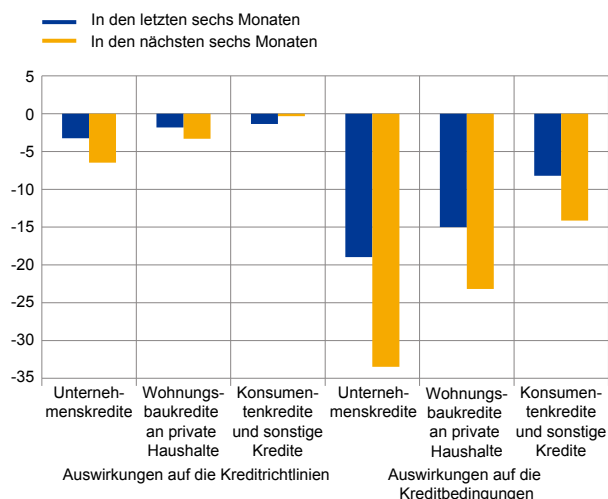


Quelle EZB.

Anmerkung: Die Abbildung deckt den Zeitraum von Juni 2014 bis Juli 2015 ab. In der Gruppe der anfälligen Länder umfasst die Untergruppe der Nichtbieter zehn Banken und die der Bieter 49 Banken. In der Gruppe der weniger anfälligen Länder umfasst die Untergruppe der Nichtbieter 71 Banken und die der Bieter 43 Banken.

Abbildung 13 Wirkung des erweiterten APP auf die Kreditvergabebedingungen der Banken laut Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015

(Nettosaldo der Umfrageteilnehmer)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Nettosaldo wird definiert als die Differenz zwischen der Summe des Anteils der Banken, die in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 eine deutliche bzw. leichte Verschärfung angaben, und der Summe des Anteils der Banken, die eine leichte bzw. deutliche Lockerung meldeten. Die Berechnung erfolgte ohne den Anteil der Banken, deren Antwort „nicht zutreffend“ lautete. Ein positiver Nettosaldo bedeutet per saldo eine Verschärfung, ein negativer Nettosaldo weist per saldo auf eine Lockerung hin.

Residualkomponente im Zusammenhang mit „Margen und sonstigen Faktoren“ vor allem in anfälligen Ländern. Diese Entwicklung steht mit dem Hauptziel der GLRGs im Einklang, welches darin besteht, die Vergabe von Bankkrediten anzukurbeln und dadurch Abwärtsdruck auf die Kreditzinsen auszuüben, um so eine höhere Nachfrage anzuziehen, die Geschäftstätigkeit auszuweiten und zu einer robusteren Erholung beizutragen. Ein besseres Geschäftsumfeld wird sich letztlich in einer besseren Ertragslage der Banken niederschlagen.

Eine Analyse des Bietungsverhaltens der Banken bei den GLRGs lässt auf einen engen Zusammenhang zwischen der Beteiligung an diesen Geschäften und der Kreditgewährung schließen, insbesondere in anfälligen Ländern.

In anfälligen Ländern angesiedelte Banken, die an mindestens einem der ersten vier GLRGs teilgenommen haben, senkten ihre Kreditzinsen stärker als solche, die nicht daran teilnahmen (siehe Abbildung 12). Das Kreditvergabevolumen deutet ebenfalls auf ein günstigeres Kreditvergabeverhalten dieser Banken hin. Bei Banken in weniger anfälligen Ländern scheint es keine signifikante Verknüpfung zu geben.

Die Antworten der Banken auf die in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 gestellten Zusatzfragen geben Aufschluss darüber, ob sich das APP auf das Kreditvergabeverhalten der Banken auswirkt.²³

Die Mehrheit der Banken im Euroraum gab an, dass das APP in allen Kreditkategorien einen positiven Einfluss ausübe. Dies galt insbesondere im Hinblick auf die Bedingungen für die Kreditgewährung und in geringerem Maße für die Kreditrichtlinien. Für die kommenden sechs Monate gingen per saldo rund 5 % der Banken davon aus, dass sich das APP auf die Richtlinien für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaudarlehen an private Haushalte in Richtung einer Lockerung auswirken könnte (siehe Abbildung 13). Der positive Effekt auf Konsumentenkredite und sonstige Kredite wurde indessen gedämpfter eingeschätzt. Per saldo meldete eine beträchtliche Zahl an Banken einen günstigen Einfluss des APP auf ihre Bedingungen

²³ Diese Ergebnisse stammen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015; der Stichtag für die Antworten der Banken war der 23. März. Somit sollten die Angaben als repräsentativ für die Informationen angesehen werden, die den teilnehmenden Banken zu diesem Zeitpunkt vorlagen.

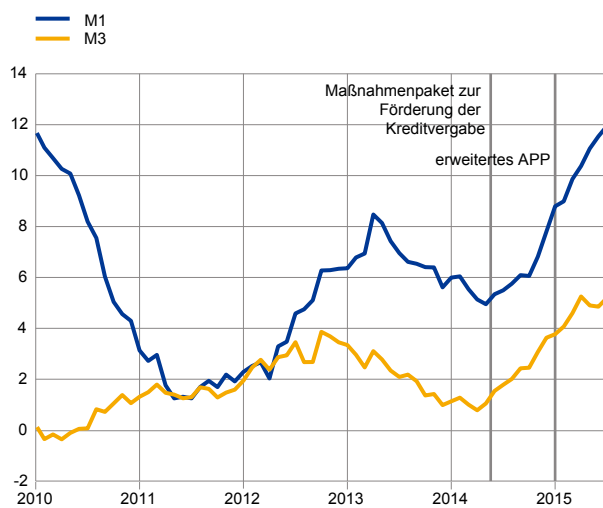
für die Gewährung von Unternehmenskrediten (-19 %), Wohnungsbaukrediten (-15 %) sowie von Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte (-8 %). Den Erwartungen der Banken zufolge dürfte diese positive Wirkung bei den Unternehmenskrediten, Wohnungsbaudarlehen sowie bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten im Zeitverlauf zunehmen (-33 %, -23 % bzw. -14 %).

4 Die Wirkung der Sondermaßnahmen auf die Geldmenge

Das APP nimmt unter den Sondermaßnahmen der EZB insofern eine Sonderstellung ein, als es zu einem exogenen Anstieg der monetären Liquidität in der Wirtschaft führt. Die im vorliegenden Aufsatz erörterten Sondermaßnahmen der EZB sollen dazu beitragen, dass die EZB ihr vorrangiges

Abbildung 14
Jahreswachstumsraten von M1 und M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die senkrechten Linien markieren die Ankündigung der GLRGs (Einführung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe) bzw. des erweiterten APP.

Ziel, Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten – insbesondere durch Lockerung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte – erfüllt. Von diesen Wirtschaftsteilnehmern wird unter anderem als Reaktion auf die günstigeren Finanzierungsverhältnisse erwartet, dass sie ihre Mittelaufnahme beim Bankensystem ausweiten, um Ausgaben zu finanzieren. Die damit einhergehende Kreditexpansion hat einen Anstieg der weit gefassten Geldmenge zur Folge, da die Inanspruchnahme eines Kredits üblicherweise durch Gutschrift auf dem Einlagenkonto des Kreditnehmers (und letztlich auf dem des Empfängers der Kreditnehmerausgaben) erfolgt. Im Ergebnis wirken sich alle diese Sondermaßnahmen schlussendlich auf die Ausweitung der Geldmenge M3 aus. So haben sich auch die Messgrößen für das Wachstum der weit gefassten Geldmenge während der jüngsten Welle von Sondermaßnahmen nach oben bewegt (siehe Abbildung 14). In den meisten Fällen handelt es sich um einen indirekten Einfluss, der die

endogene Reaktion von Banken, Unternehmen und privaten Haushalten auf die von der Zentralbank geschaffenen günstigeren Finanzierungsbedingungen widerspiegelt. Hierin unterscheidet sich das APP jedoch deutlich. Wie in Abschnitt 2 erläutert, führt der Ankauf von Wertpapieren durch das Eurosystem immer zu einem Anstieg der von den MFIs des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem gehaltenen Reserven. Wenn es sich bei den Endverkäufern der Wertpapiere nicht um MFIs handelt, geht der Anstieg der Zentralbankreserven mit höheren Einlagen des Verkäufers bei dem Kreditinstitut einher, das dem Verkauf zwischengeschaltet ist. Mit Blick auf das Alleinstellungsmerkmal des APP in dieser Hinsicht werden im vorliegenden Abschnitt die Auswirkungen des APP auf die monetären Aggregate erörtert.

4.1 Konzeptionelle Beschreibung der Auswirkungen

Es lassen sich zwei Effekte der im Rahmen des APP getätigten Ankäufe auf die weit gefasste Geldmenge (M3) unterscheiden: der direkte, technisch bedingte Effekt und der indirekte Effekt, der aus der Verwendung der durch die Käufe entstandenen Liquidität resultiert. Was den direkten Effekt betrifft, so hängt der Einfluss auf die Geldmenge M3 davon ab, welchem Sektor die Endverkäufer der vom Eurosystem erworbenen Wertpapiere angehören.

Direkte Auswirkungen des APP auf die Geldmenge M3 ergeben sich, wenn vom geldhaltenden Sektor des Euro-Währungsgebiets gehaltene Wertpapiere gekauft werden. So führt der Erwerb von Wertpapieren aus diesem Sektor (zu dem private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen, sonstige Finanzintermediäre sowie öffentliche Stellen ohne Zentralstaaten im Euroraum gehören) zunächst zu einem direkten Eins-zu-eins-Anstieg von M3.²⁴ Sind die Verkäufer nicht im Eurogebiet ansässig, zählen die Einlagen, die sie erhalten, nicht zu M3, sodass die weit gefasste Geldmenge davon unberührt bleibt. Handelt es sich bei den Verkäufern um Kreditinstitute oder Geldmarktfonds aus dem Euroraum (diese gehören zum geldschöpfenden Sektor), erhalten sie entweder Reserven oder Einlagen bei einem anderen MFI; in beiden Fällen findet eine Konsolidierung innerhalb des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet statt, und die Geldmenge M3 wird nicht tangiert.²⁵

Indirekt wirkt sich das APP auf die Geldmenge M3 über Portfolioumschichtungen aus, die das Programm bewirken soll. Dabei fließen durch einige Transaktionen möglicherweise Mittel aus dem geldhaltenden Sektor ab oder in Instrumente, die nicht in M3 enthalten sind, wodurch Geld „vernichtet“ wird. Im Gegenzug kann es bei Portfolioumschichtungen von Einheiten außerhalb des geldhaltenden Sektors dazu kommen, dass Einlagen in den geldhaltenden Sektor verschoben werden, sodass Geld „geschaffen“ wird. Im Folgenden sollen einige stilisierte Beispiele diesen indirekten Effekt auf die Geldmenge veranschaulichen.

Wenn der geldhaltende Sektor im Euroraum Vermögenswerte von Gebietsfremden erwirbt, wird dadurch Geld vernichtet. Da Ansässige im Euro-Währungsgebiet ihr Portfolio diversifizieren und angesichts des Niedrigzinsumfelds höhere Renditen anstreben, investieren sie möglicherweise in Anlagen, die außerhalb des Euroraums gehalten werden. Durch die Abwicklung dieser Transaktionen werden Einlagen, die sich im Bestand des geldhaltenden Sektors des Eurogebiets befinden und in M3 enthalten sind, in Einlagen Gebietsfremder umgeschichtet, wodurch Geld vernichtet wird.

²⁴ Dies setzt die Annahme voraus, dass die Erträge aus dem Verkauf in Form von kurzfristigen Bankeinlagen (diese sind in M3 enthalten) auf einem entsprechenden Konto gutgeschrieben werden, was in der Regel der Fall ist.

²⁵ Genau genommen gibt es außerdem die Möglichkeit, dass der Verkäufer eine zentralstaatliche Stelle ist; diese zählen zum geldneutralen Sektor. In diesem Fall hätten die Verkäufe keinen direkten Einfluss auf M3. Da das APP keinen Erwerb staatlicher Schuldtitel am Primärmarkt zulässt, dürfte dieser Fall nicht von quantitativer Bedeutung sein.

Erwerben dem geldhaltenden Sektor zuzuordnende Einheiten im Euroraum Verbindlichkeiten von MFIs im Euroraum, die nicht in M3 enthalten sind, führt dies ebenfalls zu einer Geldvernichtung. Zwar werden die Einlagen, die bei der Abwicklung des Verkaufs der Vermögenswerte an das Eurosystem entstehen, mit sehr großer Wahrscheinlichkeit hochliquide und daher in M3 enthalten sein, doch könnten sich die Verkäufer anschließend dazu entscheiden, Vermögenswerte von Banken zu erwerben, die nicht Bestandteil von M3 sind (beispielsweise langfristige Bankschuldverschreibungen oder -aktien), um mittels eines größeren Engagements im Hinblick auf Duration oder andere Risikoarten eine höhere Rendite zu erzielen. Auch wenn die aggregierten Bankverbindlichkeiten unverändert bleiben, wird durch ihre veränderte Zusammensetzung Geld zunichtegemacht. Ein ähnlicher Effekt zeigt sich, wenn der geldhaltende Sektor im Euro-Währungsgebiet Vermögenswerte aus dem Bestand gebietsansässiger Banken kauft (z. B. Staats- oder Unternehmensanleihen) oder Kredite an Banken zurückzahlt.

Indessen entsteht Geld, wenn MFIs im Euroraum oder Gebietsfremde Vermögenswerte vom geldhaltenden Sektor des Eurogebiets erwerben.

Neben dem geldhaltenden Sektor verändern auch andere Wirtschaftsteilnehmer die Zusammensetzung ihrer Portfolios. Sowohl gebietsfremde Akteure als auch gebietsansässige MFIs werden bestrebt sein, ihre Portfolios neu zu optimieren. Zu diesem Zweck könnten sie Vermögenswerte von anderen Gebietsfremden oder anderen MFIs im Euroraum erwerben, was sich beides nicht auf das weit gefasste Geldmengenaggregat im Euro-Währungsgebiet auswirkt. Teilweise dürfte es bei dieser Umschichtung allerdings dazu kommen, dass Vermögenswerte des geldhaltenden Sektors im Euroraum gekauft werden (z. B. Unternehmensanleihen oder Aktien) – vor allem, da dieser Sektor angesichts der niedrigen Finanzierungskosten Anreize zur Emission neuer Vermögenswerte erhalten wird.²⁶ Letztlich werden Banken die Reserven, die sie erhalten, auch für die Ausreichung von Buchkrediten an private Haushalte und Unternehmen im Eurogebiet nutzen. Durch all diese Transaktionen entstehen Einlagen im Bestand des geldhaltenden Sektors, wodurch neues Geld geschaffen wird.

4.2 Informationsgehalt des M3-Anstiegs

Die Zunahme der Geldmenge M3 im Zusammenhang mit dem APP ist in erster Linie auf eine exogene Verschiebung beim Geldangebot zurückzuführen und hat somit einen hohen Informationsgehalt in Bezug auf die künftige Ausgaben- und Inflationsentwicklung. Bewegungen der weit gefassten Geldmenge lassen im Allgemeinen Rückschlüsse auf das aktuelle und zukünftige Ausgabenverhalten in der Volkswirtschaft zu und enthalten wichtige Signale für die Inflationsentwicklung. Angesichts dessen umfasst die geldpolitische Strategie der EZB eine eigene Säule zur Analyse der monetären Entwicklungen, um die auf mittlere bis längere Sicht

²⁶ Hierbei ist zu beachten, dass es dem Bankensektor im Euroraum in seiner Gänze nicht möglich ist, seine Reserven über solche Transaktionen abzubauen. Der Versuch einzelner Banken, ihre Reserven weiterzugeben, führt allerdings zu einem Anstieg der Einlagen von Nichtbanken. Im Fall des Gesamtsektors erfolgt die Portfolioreoptimierung daher über eine Bilanzausweitung und somit über eine allmähliche Veränderung der Zusammensetzung.

bestehenden Risiken für die Preisstabilität zu identifizieren. Schwankungen des weit gefassten Geldmengenaggregats, die in einer höheren Nachfrage nach monetären Aktiva begründet liegen, wirken sich weniger stark auf die künftige Preissteigerung aus, da die höhere Geldhaltung faktisch Portfolioentscheidungen widerspiegelt und somit keine Portfolioumschichtungen oder Ausgabenanstiege hervorrufen wird. Im Fall des APP verhält es sich hingegen so, dass die M3-Zunahme größtenteils einen von der Zentralbank beabsichtigten exogenen Zuwachs an Bankeinlagen widerspiegelt.

Da das APP einen Renditerückgang bewirkt, wird ein Teil des M3-Anstiegs, der auf das Programm zurückzuführen ist, durch eine höhere Geldnachfrage für Anlagezwecke absorbiert. Allerdings wird ein wesentlicher Teil weiterhin makroökonomisch aktiv bleiben und Informationen über die künftige Ausgaben- und Inflationsentwicklung liefern. Bei der Beurteilung der Auswirkungen des APP-bedingten Anstiegs von M3 auf die Inflation muss berücksichtigt werden, dass das APP vornehmlich darauf abzielt, die Renditen für andere Vermögenswerte zu verringern. Dadurch sinken wiederum die Opportunitätskosten der Geldhaltung, sodass die Geldnachfrage der Wirtschaftsakteure steigt. In einem Umfeld, in dem die Renditen bereits niedrig sind, könnte ein weiterer Rückgang einen unverhältnismäßig starken Anstieg der Geldnachfrage nach sich ziehen. Grund dafür ist, dass Sparer, die in differenziertere nichtmonetäre Anlagen investieren möchten, Fixkosten für Informationsbeschaffung und den Erwerb von Fachkompetenz zur Verwaltung solcher Anlagen aufwenden müssen. Diese Kosten stellen im Vergleich zu den erzielbaren Mehreinnahmen eine zu hohe Hürde dar, wenn Letztere gering ausfallen. Im Ergebnis wird ein Teil des Geldes, das die Zentralbank über das APP der Volkswirtschaft zuführt, durch eine höhere Nachfrage nach monetären Instrumenten seitens der Empfänger ausgeglichen. Dadurch werden die Reinvestitions- und Ausgabenprozesse, die einen makroökonomischen Effekt nach sich ziehen könnten, teilweise ausgeschaltet. Anders ausgedrückt: Im derzeitigen Renditeumfeld dürfte der gesamtwirtschaftliche Einfluss des APP-bedingten M3-Anstiegs geringer ausfallen als ein vergleichbarer Anstieg in einem typischeren Zinsumfeld. Dennoch ist der Effekt insgesamt eindeutig beträchtlich – vor allem, wenn man berücksichtigt, dass die Ausgabenneigung in Bezug auf unerwartet höhere Geldbestände in Anbetracht des aktuellen Renditeumfelds stärker sein dürfte.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurden die Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung untersucht. Die empirische Evidenz legt den Schluss nahe, dass durch diese Maßnahmen die Kreditkonditionen im Euroraum erfolgreich verbessert und die aktuelle Erholung der Kreditvergabe gestützt wurden.

Die GLRGs und das APP haben einen deutlichen Rückgang der Renditen in vielen Finanzmarktsegmenten bewirkt. Die über die GLRGs bereitgestellten langfristigen Refinanzierungsmittel für Banken und der Erwerb längerfristiger

Wertpapiere des privaten und öffentlichen Sektors im Rahmen des APP haben eine Reihe von Vermögenspreisen beeinflusst. Diese Effekte steigen allgemein mit zunehmender Laufzeit und Risikobehaftung der Vermögensgegenstände.

Der Rückgang der Renditen von Bankschuldverschreibungen, d. h. die Verbilligung der marktbasierter Finanzierung, hatte günstigere Refinanzierungskosten der Banken und somit ein entgegenkommenderes Kreditvergabeverhalten zur Folge. Praktisch bedeutet das, dass durch die Beseitigung von Illiquidität sowie von unnatürlich hohen Zinsdifferenzen und Aufschlägen, die bei einer Fehlfunktion der Kreditmärkte auftreten, ein Anreiz für die Banken und andere Kreditgeber geschaffen wurde, die geringeren Refinanzierungskosten in Form von höheren Kreditströmen und besseren Konditionen an den Endkreditnehmer weiterzugeben.

Insgesamt betrachtet haben die Sondermaßnahmen dazu beigetragen, dass die beabsichtigte akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik über die Intermediationskette die Endkreditnehmer, also die privaten Haushalte und Unternehmen, erreichte. Dies trug zur Erholung der Kreditvergabe und der Konjunktur bei, was eine nachhaltige Korrektur der Inflationsraten auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % bewirken dürfte.

Die kurzfristigen fiskalischen Auswirkungen von Strukturreformen

Die Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise legte beträchtliche Schwachstellen in der wirtschaftlichen Widerstandskraft verschiedener Länder des Euro-Währungsgebiets offen. Dies verweist auf einen hohen Bedarf an Strukturreformen. Trotz ihrer langfristigen Vorteile wurden diese vor der Krise nicht optimal umgesetzt. Der größte Widerstand gegen die Einführung und Umsetzung von Strukturreformen rührt in der Regel aus den Partikularinteressen der betroffenen Gesellschaftsgruppen. Außerdem werden mitunter die möglichen kurzfristigen Kosten für die volkswirtschaftliche Entwicklung und den Staatshaushalt als Grund für das Aufschieben von Strukturreformen genannt, worin sich ein kurzfristiger Zielkonflikt zwischen Haushaltskonsolidierung und Reformen andeutet. Dieser Logik folgend sieht die Mitteilung der Europäischen Kommission über die „Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) vorgesehenen Flexibilität“¹ einen gewissen Spielraum für die direkten kurzfristigen fiskalischen Kosten von Reformen vor und gestattet es Mitgliedstaaten der Europäischen Union bei der Durchführung von Strukturreformen, haushaltspolitische Anpassungen gegenüber den Richtwerten im SWP zeitlich aufzuschieben. Im vorliegenden Aufsatz werden Strukturreformen auf ihre kurzfristigen Auswirkungen hin untersucht, da ihnen mit Blick auf die Anwendung des SWP eine gewichtigere Rolle zufallen dürfte. Die Quantifizierung dieser kurzfristigen Auswirkungen ist mit Unsicherheit behaftet und hängt von zahlreichen Annahmen ab. Dessen ungeachtet scheint lediglich eine kleine Gruppe von Strukturreformen – darunter als wichtigstes Beispiel eine grundlegende Systemveränderung bei der Alterssicherung – mit direkten kurzfristigen Kosten für den Staatshaushalt verbunden zu sein. Dies legt den Schluss nahe, dass die Strukturreformklausel vorsichtig angewendet werden sollte. Dabei ist es von wesentlicher Bedeutung, deutlich und transparent darzulegen, welche Annahmen der Inanspruchnahme einer solchen Klausel zugrunde liegen, wodurch auch eine zeit- und länderübergreifend einheitliche Anwendung sichergestellt wird.

1 Einleitung

Mit der Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise verschärfte sich die Dringlichkeit von Strukturreformen in verschiedenen Ländern des Euro-Währungsgebiets.

Große staatliche Haushaltsungleichgewichte, eine geringe internationale Wettbewerbsfähigkeit, ein hoher Fremdfinanzierungsanteil im Finanzsektor, verschuldete Privathaushalte und eine niedrige Produktivität beeinträchtigten die Fähigkeit des Euroraums, sich an den durch die Finanzkrise ausgelösten

¹ Mitteilung der Europäischen Kommission, COM (2015) 12 vom 13. Januar 2015, an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und an die Europäische Investitionsbank über die optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt enthaltenen Flexibilität.

Wirtschaftsabschwung anzupassen. Die Krise legte die tiefe Verwurzelung der fiskalischen Ungleichgewichte offen. Zugleich verstellte sie in einigen Ländern den Blick auf grundlegende Ineffizienzen im öffentlichen Sektor. Zu einem gewissen Grad war die geringe wirtschaftliche Widerstandskraft verschiedener Euro-Länder auch unzureichenden Reformanstrengungen in der Zeit vor der Krise geschuldet.²

Als Hemmschuh für die Einführung und Umsetzung von Strukturreformen werden häufig wirtschaftliche und politische Faktoren angeführt. Der größte Widerstand gegen die Umsetzung struktureller Reformen rührt in der Regel aus den Partikularinteressen der betroffenen Gesellschaftsgruppen. Bisweilen werden auch die potenziellen (wirtschaftlichen und fiskalischen) Übergangskosten von Strukturreformen als Faktoren eingestuft, die politischen Reformwiderstand hervorrufen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Zeithorizonte der Regierungen in der Regel zu kurz sind, um aus den langfristigen Reformvorteilen politischen Nutzen ziehen zu können, sodass die Staatsregierungen womöglich nicht bereit sind, die potenziellen kurzfristigen Kosten von Reformen hinzunehmen.

Die Mitteilung der Europäischen Kommission über die optimale Nutzung der im SWP enthaltenen Flexibilität misst den aus Strukturreformen resultierenden potenziellen kurzfristigen fiskalischen Kosten eine gewichtigere Rolle zu.

Obwohl die Strukturreformklausel bereits 2005 eingeführt worden war, wurde sie während der ersten zehn Jahre lediglich bei „Systemreformen“ der Alterssicherung in einigen Mitgliedstaaten in Anspruch genommen. Um Anreize für die Einleitung und Umsetzung struktureller Reformen zu setzen, misst die genannte Mitteilung dieser Klausel eine stärkere Rolle zu. So dürfen Mitgliedstaaten, die Strukturreformen durchführen, Haushaltsanpassungen gegenüber den SWP-Richtwerten zeitlich aufschieben, um die potenziellen wirtschaftlichen und fiskalischen Kurzfristkosten der Reformen zu kompensieren.

Da lediglich ein geringer Anteil von Strukturreformen mit kurzfristigen Kosten für die öffentlichen Haushalte verbunden sein dürfte, sollte von der im SWP-Rahmen enthaltenen Flexibilität nur vorsichtig Gebrauch gemacht werden, um das Risiko des Missbrauchs zu vermeiden. Dieser Aufsatz analysiert die

Kanäle, über die Strukturreformen Wirtschaft und öffentliche Finanzen beeinflussen, und geht den markantesten Fragen nach, die sich bei der Einschätzung dieser Auswirkungen ergeben. Strukturreformen umfassen Politikmaßnahmen zur Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit, die sich vorteilhaft in der langfristigen Tragfähigkeit der Staatsfinanzen niederschlagen. Paradebeispiele für Strukturreformen sind Reformen der Arbeits- und der Gütermärkte oder grundlegende Reformen des Alterssicherungssystems, die der langfristigen Tragfähigkeit des Staatshaushaltes zugutekommen. Strukturreformen im Bereich der öffentlichen Finanzen bringen im Allgemeinen sowohl kurz- als auch langfristige Vorteile, wohingegen die Entstehung kurzfristiger Kosten auf einige wenige Beispiele beschränkt ist (siehe Kasten 1). Der Aufsatz kommt zu dem Ergebnis, dass Strukturreformen – mit der ausdrücklichen Ausnahme einer

² Siehe N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert und G. Vitale, Structural reforms in EMU and the role of monetary policy: a survey of the literature, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 66, Juli 2007. Dieser Beitrag weist auf mangelnde Fortschritte bei der Umsetzung von Strukturreformen ab dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion bis zum Jahr 2007 hin.

grundlegenden Systemveränderung in der Alterssicherung – gewöhnlich nicht mit kurzfristigen Kosten für den Staatshaushalt verbunden sind. Dort, wo es zu solchen Kosten kommt, ist ihre Quantifizierung vielfach unsicher und ermessensbehaftet. Diese Feststellung steht im Einklang mit früheren Untersuchungen, die zu dem Ergebnis kamen, dass sich einige Reformen kurzfristig im Staatshaushalt zwar als Kosten niederschlagen können, allerdings in recht geringem Maße, wobei die statistische Signifikanz der Belege zudem nicht immer gegeben ist.³ Dies legt den Schluss nahe, dass die Strukturreformklausel des SWP mit Vorsicht angewendet werden sollte. Dabei ist es von wesentlicher Bedeutung, klar und transparent darzulegen, welche Annahmen einer solchen Klausel zugrunde liegen, wodurch auch eine zeit- und länderübergreifend einheitliche Anwendung sichergestellt wird. Generell sollte die politische Debatte jedoch darauf fokussieren, bessere Anreize für die Einführung und Umsetzung von Strukturreformen zu schaffen. Abschnitt 2 enthält eine Zusammenfassung der Strukturreformbestimmungen des SWP einschließlich der jüngsten Mitteilung der Europäischen Kommission. Abschnitt 3 bietet eine qualitative Beschreibung der wichtigsten Kanäle, über die sich solche Reformen in den öffentlichen Haushalten kurzfristig – sei es direkt oder indirekt über ihren Einfluss auf die gesamtwirtschaftlichen Aggregate – niederschlagen können. In Abschnitt 4 werden die Schwierigkeiten erörtert, diese Effekte für die Zwecke des Haushaltsüberwachungsrahmens der EU präzise und zuverlässig zu beziffern. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Strukturreformen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes

Die Reform des SWP im Jahr 2005 zielte darauf ab, dessen wachstumsfreundliche Elemente zu verstärken und wirtschaftlichen Gegebenheiten der einzelnen Länder besser Rechnung zu tragen.⁴ Die damals

in den präventiven Teil aufgenommene Klausel zu Strukturreformen sieht vor, dass die Umsetzung derartiger Reformen bei der Anwendung des Regelwerks besonders berücksichtigt wird. So können die Mitgliedstaaten vorübergehend von ihrem mittelfristigen Haushaltsziel oder ihrem Anpassungspfad zur Erreichung desselben abweichen, wenn sie „größere Strukturreformen“ durchführen, „die – auch durch Steigerung des nachhaltigen Potenzialwachstums – direkte langfristige positive Auswirkungen auf den Haushalt und mithin nachprüfbar auf die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen haben“ (Artikel 5 der Verordnung (EG) Nr. 1466/97)⁵. Damit soll verhindert werden, dass aufgrund der Gefahr eines Regelverstößes von der Durchführung von Strukturreformen, die auf kurze Sicht hohe Haushaltsbelastungen, langfristig aber positive Tragfähigkeitseffekte mit sich bringen, abgesehen wird. Mit Ausnahme einer grundlegenden Systemveränderung

³ Siehe S. Deroose und A. Turrini, *The Short-Term Budgetary Implications of Structural Reforms: Evidence from a Panel of EU Countries*, CEPR Discussion Paper, Nr. 5217, 2005.

⁴ Siehe hierzu beispielsweise R. Morris, H. Ongena und L. Schuknecht, *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 47, Juni 2006.

⁵ Verordnung (EG) Nr. 1466/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken.

der Alterssicherung (siehe unten) wird in der Verordnung keine direkte Verbindung zwischen der Höhe der kurzfristig aus Reformen erwachsenden Haushaltsbelastungen und der zulässigen Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel hergestellt.

Reformen des Altersversorgungssystems finden in den Bestimmungen des SWP zum Umgang mit Strukturreformen besondere Berücksichtigung,

wenn sie in ein Mehrsäulensystem mit einer privaten, vollständig kapitalgedeckten Säule münden. Solche Reformen haben einen unmittelbaren defiziterhöhenden Effekt, weil nach ihrem Inkrafttreten ein Teil der in die umlagefinanzierte Säule der gesetzlichen Altersversicherung fließenden Sozialversicherungsbeiträge in eine vollständig kapitalgedeckte, private Altersvorsorgeeinrichtung umgeleitet wird, die statistisch nicht dem Sektor Staat zugerechnet wird. Im Lauf der Zeit stellen sich positive haushaltswirksame Effekte ein, da nach der Reform ein Teil der Renten- und der sonstigen Sozialleistungen vom vollständig kapitalgedeckten Altersversorgungssystem gezahlt wird und sich die staatlichen Ausgaben für die Alterssicherung entsprechend verringern. In der gestatteten Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel dürfen sich nur die unmittelbaren Belastungen widerspiegeln, die sich netto für den Staatshaushalt ergeben. Allerdings sollte dies zeitlich befristet bleiben. Ferner ist eine angemessene Sicherheitsmarge zur Defizitobergrenze von 3% des BIP beizubehalten. Die Reform von 2005 erstreckte sich auch auf den korrektiven Teil des SWP. So soll die Durchführung von Reformen des Altersversorgungssystems nun auch bei der Beurteilung, ob das Defizit- und das Schuldenstandkriterium eingehalten wurden, sowie in den nachfolgenden Schritten des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit (Artikel 2 der Verordnung (EG) Nr. 1467/97)⁶, angemessen berücksichtigt werden. Konkret soll bei Einleitung und Einstellung eines Defizitverfahrens nach Maßgabe des Defizitkriteriums die entsprechende Prüfung der Haushaltszahlen den Netto-Haushaltsbelastungen Rechnung tragen, die mit Systemreformen der Alterssicherung einhergehen, wobei die entsprechenden Daten von Eurostat verifiziert werden müssen. Hieraus ergibt sich, dass der Referenzwert für das Haushaltsdefizit überschritten werden kann, sofern sich das Ausmaß der Überschreitung vollständig auf die mit der Reform verbundenen Haushaltsbelastungen zurückführen lässt und das Defizit weiterhin in der Nähe des Referenzwerts liegt.⁷

Die Strukturreformklausel wurde nur in wenigen Fällen und ausschließlich in Bezug auf Reformen des Altersversorgungssystems angewandt.

Im Rahmen des korrektiven Teils wurde das Defizitverfahren gegen Litauen im Jahr 2013 eingestellt, wobei die aus der Rentenreform 2012 erwachsende Netto-Haushaltsbelastung berücksichtigt wurde. Diese wurde als Erklärung dafür angeführt, dass das gesamtstaatliche Defizit des Landes im Jahr 2012 den im

⁶ Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit.

⁷ Die Modalitäten für die Berücksichtigung der Netto-Haushaltsbelastungen durch Reformen der Altersversorgungssysteme im Rahmen des Defizitverfahrens wurden 2011 überarbeitet. Hatte die Reform des SWP von 2005 noch eine allmähliche Verringerung der zugestandenen Abweichung über einen Fünfjahreszeitraum hinweg vorgesehen, wurde diese Frist im Jahr 2011 aufgehoben; gleichzeitig wurde als Bedingung aber eine Schuldenquote von weniger als 60 % vorgeschrieben.

Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgelegten Referenzwert von 3 % um 0,2 Prozentpunkte überschritten hatte. Auch Polen wurde auf der Grundlage der validierten Haushaltsergebnisse 2014 zu Beginn des Jahres 2015 und damit ein Jahr vor Ablauf der in der Ratsempfehlung von 2013⁸ enthaltenen Frist aus dem Defizitverfahren entlassen, da der verbleibende Anteil der Referenzwertüberschreitung mit der sich aus einer früheren Reform des Alterssicherungssystems ergebenden Netto-Belastung des Staatshaushalts erklärt wurde. Innerhalb des Geltungsbereichs der präventiven Komponente berief sich Lettland im Jahr 2013 auf die Rentenreformklausel, sodass dem Land eine auf drei Jahre befristete Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel gewährt wurde.

Im Januar 2015 wurde der Geltungsbereich der Strukturreformklausel durch die Mitteilung der Europäischen Kommission über die optimale Nutzung der im SWP enthaltenen Flexibilität erweitert. Um die Reformanstrengungen der Mitgliedstaaten innerhalb des geltenden Regelwerks zu unterstützen, dürfen diese im Rahmen des präventiven Teils ungeachtet der tatsächlichen reformbedingten Haushaltsbelastungen vorübergehend um bis zu 0,5 % des BIP von ihrem mittelfristigen Haushaltsziel oder dem entsprechenden Anpassungspfad abweichen, wenn sie weitreichende, größere Strukturreformen (einzeln oder als Gesamtpaket) durchführen. Dies gilt unter der Bedingung, dass ein Sicherheitsabstand zur Defizitobergrenze beibehalten wird. Durch die Kommissionsmitteilung wird auch bekräftigt, dass die Umsetzung struktureller Reformen als ein einschlägiger Faktor nach dem Defizitverfahren gilt. Da es keinen soliden methodischen Rahmen für die Schätzung der Fiskaleffekte von Strukturreformen gibt, prüft die Kommission die Anwendbarkeit der Strukturreformklausel anhand eines einschlägigen Reformplans, der von dem betreffenden Mitgliedstaat im Frühjahr im Zuge der jährlichen Aktualisierung seines Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramms vorzulegen ist. Neben detaillierten und nachprüfbaren Angaben muss das Programm einen glaubwürdigen Zeitplan für die Annahme und Durchführung der vorgesehenen Reform(en) enthalten. Anders als im Verhaltenskodex zum SWP⁹ ist in der Kommissionsmitteilung jedoch festgelegt, dass auch im Vorhinein eingereichte Reformpläne (statt umgesetzter Reformen) bei der Gewährung der vorübergehenden Abweichung berücksichtigt werden können.¹⁰

Einer Reihe von Ländern kommt die im Rahmen des SWP erhöhte Flexibilität zugute. So erhielt Frankreich im März 2015 aufgrund seiner Selbstverpflichtung zur Umsetzung struktureller Reformen, die als einschlägiger Faktor gewertet wurde, eine Verlängerung der im Defizitverfahren gesetzten Frist um zwei Jahre (statt des regulär vorgesehenen einen Jahres).¹¹ Und bei der Prüfung, ob auf der

⁸ Siehe Europäische Kommission, Empfehlung für eine Empfehlung des Rates mit dem Ziel, das übermäßige öffentliche Defizit in Polen zu beenden, COM(2013) 393 final. Darin wurde die Frist für die Beseitigung des übermäßigen Defizits auf 2015 festgelegt.

⁹ Europäische Kommission, Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes, abrufbar unter http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf.

¹⁰ Siehe EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

¹¹ Im Zusammenhang mit dem Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht hatte die Europäische Kommission bereits 2013 auf die Notwendigkeit von Strukturreformen hingewiesen, als sie im Rahmen des Defizitverfahrens für Frankreich, Slowenien und Spanien die Fristen zur Beseitigung des übermäßigen Defizits um zwei Jahre verlängerte.

Grundlage des Schuldenstandskriteriums nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV ein Defizitverfahren gegen Italien und Belgien eingeleitet werden sollte, stuft die Europäische Kommission in ihren Berichten die Umsetzung struktureller Reformen als einen der einschlägigen Faktoren ein, die den Beschluss rechtfertigten, von der Einleitung eines Defizitverfahrens abzusehen. Ferner wurde Italien im Rahmen der präventiven Komponente für 2016 pauschal eine Abweichung vom Anpassungspfad zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels in Höhe von 0,4 % des BIP zugestanden, da das Land einen Strukturreformplan vorgelegt hatte, dem zufolge die reformbedingten kurzfristigen Haushaltsbelastungen schätzungsweise 0,2 % des BIP betragen werden.¹²

Von der Flexibilität ist vorsichtig Gebrauch zu machen, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen aufrechtzuerhalten und die Bestimmungen des SWP auch weiterhin glaubwürdig umzusetzen. Die Möglichkeit, die im SWP enthaltene Flexibilität auch auf geplante (statt tatsächlich umgesetzter) Reformen anzuwenden, birgt das Risiko, sich kontraproduktiv auszuwirken. Um sicherzustellen, dass im Vorhinein berücksichtigte Reformpläne auch tatsächlich durchgeführt werden, muss deren Umsetzung kontinuierlich überwacht werden (vgl. Abschnitt 4), und im Fall ausbleibender Fortschritte muss es zeitnah Konsequenzen geben.¹³ Anderenfalls könnte für die Länder ein Anreiz bestehen, Reformen aufzuschieben oder gar die Pläne nach erfolgter Gewährung der für die Haushaltskonsolidierung beantragten Flexibilität nicht im beschriebenen Umfang durchzuführen. Die Möglichkeit, die Anpassung in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels aufzuschieben, ohne einen Ausgleich für die anfängliche Abweichung zu schaffen, würde die Erreichung des Mittelfristziels weiter hinauszögern und ließe es zu einem „beweglichen Ziel“ anstatt eines Ankers für die Haushaltsplanung werden.¹⁴ Der wichtigste und im Mittelpunkt dieses Beitrags stehende Aspekt ist jedoch, dass eine angemessene Anwendung der im SWP zu Strukturreformen enthaltenen Bestimmungen die unzweideutige und transparente Bezifferung der mit diesen Reformen einhergehenden kurzfristigen Haushaltsbelastungen voraussetzt. Da die Anwendung dieser Klausel kürzlich auf eine breite Palette möglicher Reformen ausgedehnt wurde, kommt diesem Aspekt eine große Bedeutung zu. Da bislang keine einheitliche Methodik zur Bewertung der Auswirkungen struktureller Reformen entwickelt wurde, erfolgt diese anhand eines qualitativen Ansatzes.

3 Die Wirkung von Strukturreformen – Untersuchung der wichtigsten Einflusskanäle

Strukturreformen wirken sich langfristig positiv auf das Produktionswachstum, die Beschäftigung und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen aus.

¹² Siehe Aktualisierung 2015 des Stabilitätsprogramms von Italien, abrufbar unter http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm.

¹³ Siehe Europäische Kommission, a. a. O., S. 13: „Falls ein Mitgliedstaat die vereinbarten Reformen nicht umsetzt, wird die vorübergehende Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel bzw. vom Anpassungspfad zu seiner Erreichung nicht länger als gerechtfertigt angesehen.“

¹⁴ Siehe EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

Diese vorteilhaften Effekte sind in der Fachliteratur gut dokumentiert und stellen die Grundlage für einschlägige regelmäßige Empfehlungen der Europäischen Kommission und der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECD) an ihre Mitgliedstaaten dar. So stimulieren Reformen zur Liberalisierung der Gütermärkte und zur Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Beschäftigung und Investitionen und erhöhen letztlich die totale Faktorproduktivität, während sie indirekt die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen stärken. Die Flexibilisierung der Arbeitsmärkte verringert die strukturelle Arbeitslosigkeit, indem sie unter anderem die nationale sowie länderübergreifende Arbeitskräftemobilität fördert.¹⁵ Reformen der Alterssicherungssysteme, die die Alterseinkommen auf eine breitere Grundlage stellen und die Belastung der öffentlichen Haushalte vermindern, fördern die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen in alternden Gesellschaften.

Die kurzfristigen fiskalischen Auswirkungen von Strukturreformen sind weniger erschöpfend erforscht,¹⁶ haben mit Blick auf die Anwendung der Strukturreformvorgaben des SWP aber an Bedeutung gewonnen.

Strukturreformen wirken sich über unterschiedliche Kanäle auf die Wirtschaft aus. In den öffentlichen Finanzen können sie sich entweder direkt (beispielsweise in Form höherer Ausgaben bei einer aktiven Arbeitsmarktpolitik) oder indirekt über veränderte gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen (etwa in Gestalt von Steuerausfällen infolge vorübergehend rückläufiger Nominallöhne) niederschlagen. Dieser Abschnitt liefert eine qualitative Einschätzung der wichtigsten Wirkungskanäle, über die ein kurzfristiger Einfluss der in diesem Aufsatz betrachteten Strukturreformen auf den Staatshaushalt und die Gesamtwirtschaft ausgeht. In den einzelnen Teilabschnitten werden die wesentlichen Reformmaßnahmen und ihre kurzfristigen direkten wie auch indirekten Haushaltseffekte in einer Tabelle zusammengefasst. Die Einschätzung ist rein qualitativ und basiert auf der Annahme, dass bei Änderung eines Instrumentes alle anderen gleich bleiben.

3.1 Reformen der Güter- und Arbeitsmärkte

Unterschiedliche Arbeitsmarktreformen können unterschiedliche kurzfristige direkte Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte haben, wenngleich die Nettoeffekte vielfach schwer zu beziffern sind. Arbeitsmarktreformen leiten sich weitgehend aus der Notwendigkeit ab, die Beschäftigung zu stimulieren und den privaten Verbrauch und das Wachstum zu steigern, was in höheren Staatseinnahmen und geringeren Ausgaben für Leistungen bei Arbeitslosigkeit resultiert. Einige Maßnahmen wie höhere Ausgaben für die aktive Arbeitsmarktpolitik oder Reformen, die vorübergehend zu höherer Arbeitslosigkeit führen, können kurzfristig eine Verschlechterung des Haushaltssaldos bewirken. Kompensiert werden diese Kosten durch die positive Wirkung von Maßnahmen der aktiven

¹⁵ Eine eingehende Analyse der Kanäle, über die sich Arbeits- und Gütermarktreformen auf die Wirtschaft auswirken, findet sich in: EZB, Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

¹⁶ Siehe auch A. Caldera Sanchez, A. de Serres und N. Yashiro, Reforming in a Difficult Macro Context: What Should be the Priority?, OECD Economics Department Working Papers, 2015, erscheint demnächst.

Arbeitsmarktpolitik auf die Beschäftigung und die Arbeitsproduktivität, was mittel- bis längerfristig auch den Staatseinnahmen zugutekommt.

Über die kurzfristigen Effekte von Reformen der Lohnsetzungsmechanismen auf den Haushaltssaldo besteht Unklarheit. Reformen zur Dezentralisierung von Tarifverhandlungen oder zur Absenkung von Mindestlöhnen wirken sich gewöhnlich lohdämpfend aus, was geringere Lohnsteuereinnahmen zur Folge haben könnte. Ein niedrigerer Mindestlohn betrifft aber auch die Beschäftigten im öffentlichen Dienst, sodass sich der Staat als Arbeitgeber geringeren Ausgaben gegenüber sieht. Über den Nettoeffekt dieser Reformkategorie auf den Haushaltssaldo herrscht a priori daher keine Klarheit. Ähnliches gilt für die Lockerung des gesetzlichen Kündigungsschutzes. Darüber hinaus kann die Aufweichung von Kündigungsschutzbestimmungen in Abschwungsphasen die Arbeitslosigkeit vorübergehend ansteigen lassen, da Personal leichter abzubauen ist, und hierüber die Kaufkraft der Privathaushalte schwächen. Gleichwohl sind ein gelockerter Kündigungsschutz und dezentralere Tarifverhandlungen geeignet, die Anpassung des Arbeitsmarktes zu erleichtern und den Stellenaufbau zu fördern.

Reformen der Arbeitslosenunterstützung haben positive kurzfristige direkte Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen. Deren indirekte Auswirkungen hängen von der Beschäftigungsentwicklung ab. Leistungseinschränkungen wirken sich zum Beispiel vorteilhaft aus, da sie die Ausgaben des Staates für Arbeitslosigkeit senken. Niedrigere Leistungen aus der Arbeitslosenversicherung können über den daraus resultierenden geringeren Anspruchslohn der Arbeitnehmer außerdem den Druck auf Arbeitslose zur Suche einer neuen Stelle verstärken. Auch eine Verkleinerung des versicherten Personenkreises führt zu geringeren öffentlichen Ausgaben. Bei einem effizienten Arbeitsfindungs- und Vermittlungsprozess werden vakante Stellen schneller wiederbesetzt, was Beschäftigung, Konsum und staatliche Nettoeinnahmen steigert. Hierzu enthält Kasten 2 eine Analyse der Reformen des deutschen Arbeitsmarktes und ihrer Auswirkungen.

Tabelle 1
Kurzfristige Haushaltsauswirkungen von Arbeits- und Gütermarktreformen

Wichtigste Reformmaßnahmen	Direkte Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen	Indirekte Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen über:		
		Beschäftigung	Investitionen	Konsum
ARBEITSMARKTREFORMEN				
Dezentralisierung von Tarifverhandlungen und Absenkung der Mindestlöhne	?	?		?
Lockerung des Kündigungsschutzes	?	?		?
Reform der Arbeitslosenunterstützung (z. B. Leistungseinschränkungen, Verkleinerung des versicherten Personenkreises, strengere Konditionalität)	+	?		?
Höhere Ausgaben für aktive Arbeitsmarktpolitik	-	+		+
GÜTERMARKTREFORMEN				
Einführung von Reformen zur Erhöhung von Effizienz und Produktivität (einschließlich F&E)			+	
Abbau regulierungsbedingter Wettbewerbsbeschränkungen		?	+	?
Bürokratieabbau (öffentlicher Sektor)	+		+	
Verbesserter Finanzierungszugang			+	

Anmerkung: Tabelle 1 stellt auf Basis der Erkenntnisse aus der Forschungsliteratur die direkten und/oder indirekten kurzfristigen Auswirkungen von Strukturreformen auf den Haushaltssaldo dar. Indirekte Haushaltseffekte ergeben sich über den Einfluss der Reformen auf die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Aggregate. Das Pluszeichen steht für eine positive kurzfristige Auswirkung auf den Haushalt, die direkt (zweite Spalte) oder indirekt (letzte drei Spalten) erfolgen kann. Das Minuszeichen zeigt negative Auswirkungen an. Wenn über die Wirkungsrichtung oder Signifikanz solcher Effekte Unklarheit besteht, steht ein Fragezeichen. Sind von der Reform keine kurzfristigen Auswirkungen auf die Variablen zu erwarten, bleibt das entsprechende Feld leer.

Reformen der Gütermärkte stärken die Investitionstätigkeit und wirken sich in bestimmten Fällen positiv auf den Haushaltssaldo aus. Reformen, die einen verbesserten Finanzierungszugang zum Ziel haben, schaffen die Voraussetzung für eine effiziente Ressourcenverteilung bei gleichzeitiger Wahrung der Finanzstabilität. Damit geht von ihnen nicht unbedingt ein kurzfristiger direkter Einfluss auf die Staatsfinanzen aus, sondern eine eher längerfristige positive Wirkung auf das Wachstum und die Staatseinnahmen. Reformen, die die Unternehmenseffizienz und -produktivität steigern (wie etwa Reformen zur Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen) und regulatorische Wettbewerbshürden verringern, schlagen sich für gewöhnlich nicht direkt im Haushalt nieder. Der Abbau regulierungsbedingter Wettbewerbshemmnisse fördert die Verteilung von Ressourcen auf ihre bestmöglichen Verwendungszwecke. Er könnte weniger wettbewerbsfähige Unternehmen zwar zur Geschäftsaufgabe zwingen und somit für einen Beschäftigungsrückgang sorgen, begünstigt zugleich aber die Entstehung neuer und konkurrenzfähigerer Unternehmen. In mittel- bis langfristiger Betrachtung stimulieren all diese Maßnahmen die Investitionstätigkeit, erhöhen die totale Faktorproduktivität und steigern das Wachstum. Damit tragen sie zu höheren Staatseinnahmen bei. Reformen zum Bürokratieabbau schlagen sich unmittelbar positiv in der Wirtschaftstätigkeit des privaten Sektors nieder und sollten sich daher günstig auf die öffentlichen Haushalte auswirken.

3.2 Reformen des Alterssicherungssystems und des Gesundheitswesens

Reformen in der Alterssicherung können – mit Ausnahme von Systemveränderungen in Richtung privater Altersvorsorge – zu kurzfristigen Haushaltseinsparungen führen und in bestimmten Fällen die Beschäftigung fördern. Reformen zur Verminderung der durch die Bevölkerungsalterung bedingten langfristigen Belastung der öffentlichen Haushalte standen in verschiedenen EU-Staaten auf der Reformagenda der letzten zehn Jahre ganz oben.¹⁷ Da einige der Reformmaßnahmen eine Verringerung der künftigen Rentenzahlungen für neu in den Arbeitsmarkt eintretende Erwerbstätige beinhalten, implizieren Rentenreformen insbesondere im Niedriglohnbereich eine heikle Abwägung zwischen fiskalischer Nachhaltigkeit und adäquater Alterssicherung. Aus diesem Grund neigen die meisten Länder dazu, Geringverdiener von der Kürzung von Rentenleistungen auszunehmen.¹⁸ In Tabelle 2 wird der Fokus auf Reformen gelegt, die die langfristige Tragfähigkeit und Finanzierbarkeit der Altersversorgung verbessern. Sie bietet eine Zusammenfassung der Schlüsselreformen und eine qualitative Einschätzung ihrer kurzfristigen Auswirkungen.

¹⁷ Im Dreijahresrhythmus veröffentlicht die Europäische Kommission zusammen mit der Arbeitsgruppe „Auswirkungen der Bevölkerungsalterung“ (Ageing Working Group) des EU-Ausschusses für Wirtschaftspolitik einen Bericht zur Bevölkerungsalterung (Ageing Report), der langfristige Projektionen zu den Haushaltseffekten der Bevölkerungsalterung in den 28 EU-Mitgliedstaaten und Norwegen enthält. Der Ageing Report für den Zeitraum 2013-2060 wurde 2015 publiziert. Eine Detailanalyse der Faktoren, die den Revisionen der Rentenausgaben im Vergleich zum Bevölkerungsalterungsbericht 2012 zugrunde liegen, findet sich in: EZB, Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015: Wie hoch werden die alterungsbedingten Kosten in Europa sein? Kasten 7, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4, Juni 2015.

¹⁸ Daneben verfolgen Reformen der Alterssicherungssysteme auch andere Ziele (z. B. eine adäquate Erfassung von Arbeitnehmern in gesetzlichen wie freiwilligen Systemen sowie angemessene Rentenleistungen), die in diesem Aufsatz nicht berücksichtigt werden.

Tabelle 2

Kurzfristige fiskalische Auswirkungen von Reformen des Alterssicherungssystems und des Gesundheitswesens

Wichtigste Reformmaßnahmen	Direkte Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen	Indirekte Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen über:		
		Beschäftigung	Investitionen	Konsum
Erhöhung der Anreize zu Arbeitsaufnahme				
Anhebung des Renteneintrittsalters und/oder Verringerung der Frühverrentungsanreize	+	+		
Angleichung des Renteneintrittsalters von Männern und Frauen	+	+		
Stärkung der finanziellen Tragfähigkeit				
Indexierung der Alterssicherungsbeiträge oder des Renteneintrittsalters an die Lebenserwartung	+			-
Erhöhung der privaten Beiträge zu kapitalgedeckten Altersversorgungssystemen	+			-
Verringerung der Versorgungsleistungen (z. B. Beschränkung der Indexierung von Renten, Senkung der Lohnersatzquote)	+			-
Stärkere Diversifizierung der Alterseinkommen				
Einführung einer zweiten Säule im Rentensystem (grundlegende Systemveränderung der Alterssicherung)	-			
Übergang von einem System mit Leistungszusagen zu einer beitragsorientierten Finanzierung	+			
Verbesserung der Qualität und Effizienz von Gesundheitsleistungen				
Obergrenzen für Gesundheitsausgaben (z. B. Arzneimittel, Gehälter)	+			
Durchführung von Verwaltungsreformen (Entscheidungsprozesse, Leitungsstruktur, Vertragssysteme)	+			
Effizientere Leistungen (kosteneffizienter Umgang mit Arzneimitteln, Anhebung der Krankenhauseffizienz, Kostenteilungsmechanismen)	+			

Anmerkung: Tabelle 2 stellt auf Basis der Erkenntnisse aus der Forschungsliteratur die direkten und/oder indirekten kurzfristigen Auswirkungen von Strukturreformen auf den Haushaltssaldo dar. Indirekte Haushaltseffekte ergeben sich über den Einfluss der Reformen auf die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Aggregate. Das Pluszeichen steht für eine positive kurzfristige Auswirkung auf den Haushalt, die direkt (zweite Spalte) oder indirekt (letzte drei Spalten) erfolgen kann. Das Minuszeichen zeigt negative Auswirkungen an. Wenn über die Wirkungsrichtung oder Signifikanz solcher Effekte Unklarheit besteht, steht ein Fragezeichen. Sind von der Reform keine kurzfristigen Auswirkungen auf die Variablen zu erwarten, bleibt das entsprechende Feld leer.

Die Erhöhung des effektiven Renteneintrittsalters und der Wegfall von Frühverrentungsmöglichkeiten haben eine positive Beschäftigungswirkung und senken die Rentenausgaben.

Diese Kategorie von Reformen erhöht die Erwerbsbeteiligungsquote älterer Menschen.¹⁹ Erfolgt die Einführung derartiger Reformen allerdings, wie es für gewöhnlich der Fall ist, sukzessive über einen längeren Zeitraum hinweg (etwa wegen Vertrauensschutzregelungen), so tritt die positive Wirkung in Form einer kleineren Zahl von Rentenempfängern erst mittel- bis langfristig ein. Dementsprechend wäre auf kurze Sicht auch die Wirkung auf den Konsum und die Investitionen vernachlässigbar. Maßnahmen, die den Leistungsumfang des Altersversorgungssystems schmälern (etwa durch verminderte Leistungsanpassungen und/oder Änderungen der Berechnungsgrundlage für die Rentenansprüche), generieren mehr unmittelbare positive Haushaltseffekte. Um den Folgen der höheren Lebenserwartung für die Rentenausgaben entgegenzuwirken, ist auch eine Koppelung der Alterssicherungsbeiträge oder des Renteneintrittsalters an einen Lebenserwartungsindex denkbar. In solchen Fällen würden sich negative Konsumeffekte nur in dem Maße einstellen, wie die Beteiligten die Änderungen in ihrem Lebenseinkommen antizipieren.

Der Übergang von einem Mechanismus mit Leistungszusagen zu einem beitragsorientierten System war das Kernstück verschiedener Reformen der letzten Jahre. In einem System mit beitragsorientierten Leistungen sind die künftigen Rentenzahlungen an die Höhe der vom Einzelnen geleisteten Beiträge und die für

¹⁹ Vielfach wird die Behauptung aufgestellt, dass Frühverrentungsmöglichkeiten die Beschäftigungschancen arbeitsloser junger Menschen verbessern. Die empirischen Belege deuten allerdings, sofern vorhanden, auf einen sehr schwachen Zusammenhang zwischen Frühverrentung und der Erwerbstätigkeit junger Menschen bzw. von Personen im Haupterwerbsalter hin, wie von A. Jousten, M. Lefèbvre, S. Perelman und P. Pestieau erörtert wird in: IWF, The Effects of Early Retirement on Youth Unemployment: The Case of Belgium, Working Paper Series, Nr. 08/30, Februar 2008. Im Falle Belgiens beobachten die Autoren einen negativen Zusammenhang zwischen Jugendarbeitslosigkeit und Frühverrentung. Sie weisen nach, dass die Erwerbsbeteiligung sowohl von jungen als auch von älteren Arbeitnehmern konjunkturtauglich ist.

diese Beträge erzielte Rendite geknüpft. Dies verbessert die langfristige Tragfähigkeit des Alterssicherungssystems, während die kurzfristigen positiven Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte davon abhängen, wie schnell die Reform implementiert wird. Daneben haben viele OECD-Länder verpflichtend oder auf freiwilliger Basis eine zweite, private Säule eingeführt (sogenannte Systemreformen der Alterssicherung im Kontext der Strukturreformklausel des SWP), um die Alterseinkommen auf eine breitere Grundlage zu stellen und den Druck auf die öffentlichen Finanzen zu vermindern. Dies führt zu geringeren Staatseinnahmen, und zwar nicht allein auf kurze Sicht – weil Teile der Beiträge in die zweite Säule umgelenkt werden –, sondern möglicherweise auch auf mittlere bis längere Sicht, da in vielen Ländern Sparleistungen im Rahmen der privaten Altersvorsorge steuerbegünstigt sind (etwa durch die volle oder teilweise Abzugsfähigkeit von Beitragsprämien sowie Renditen aus der Anlage der Beiträge oder verminderte Steuersätze für Rentner).

Reformen im Gesundheitswesen können entscheidend zur Dämpfung der langfristigen alterungsbedingten Kosten beitragen und haben in der Regel positive kurzfristige Haushaltseffekte. Der vom Ausschuss für Wirtschaftspolitik und der Europäischen Kommission 2010 gemeinsam veröffentlichte „Joint Report on Health Systems“²⁰ kam zu dem Schluss, dass es größerer politischer Anstrengungen bedarf, um die Erreichung der Haushaltsziele sicherzustellen und die alterungsbedingten Kosten einzudämmen.²¹ Reformen des Gesundheitswesens bestehen hauptsächlich aus Maßnahmen, die auf Ausgabenaggregate zielen (z. B. Deckelung der laufenden Ausgaben und der Investitionen, Entgeltbegrenzungen und Vereinbarungen mit Pharmazeutikunternehmen zur Ausgabendämpfung) oder Reformen der Steuerungsstrukturen (effizientere Entscheidungsprozesse und wirtschaftliche Vertragsgestaltungsmöglichkeiten). Reformen auf der Einzelebene sind ebenfalls sehr wichtig. Sie umfassen unter anderem die Einführung anreizkompatibler Kostenteilungsmechanismen, wirtschaftliche Beschaffungspraktiken und Arzneimittel (insbesondere den Einsatz von Generika) zusammen mit einer Intensivierung von Präventionstherapien. All diese Maßnahmen können bei einer angemessenen Implementierung mit richtiger Abfolge kurzfristig substantielle Haushaltsvorteile generieren.

Kasten 1

Zur Berücksichtigung von strukturellen Reformen der Staatsfinanzen

Das Fehlen einer präzisen Definition von Strukturreformen in den Rechtsvorschriften der Europäischen Union hat Forderungen laut werden lassen, die Strukturreformklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) solle auch für strukturelle Reformen bei den öffentlichen Finanzen gelten. Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, dass im Bereich der Staatsfinanzen vorgenommene Strukturreformen von diskretionären Maßnahmen zu unterscheiden sind, die sich auf den gesamtstaatlichen Finanzierungssaldo auswirken. Ferner werden die Gründe dafür aufgeführt, warum fiskalische Strukturreformen in der langen Frist sehr positive Auswirkungen

²⁰ Europäische Kommission und Ausschuss für Wirtschaftspolitik (Ageing Working Group), Joint Report on Health Systems, European Commission Occasional Papers, Nr. 74, Dezember 2010.

²¹ Gesundheitsausgaben haben einen wachsenden Anteil an den öffentlichen Ausgaben in der EU (rund 15 % der Gesamtausgaben in der EU im Jahr 2012 nach 14 % im Jahr 2013). Nähere Einzelheiten zu den Bestimmungsfaktoren und zur Verteilung der Gesundheitsausgaben finden sich im Ageing Report 2015, a.a.O., Fußnote 17.

auf das Wirtschaftswachstum und die Haushaltsergebnisse haben können; doch auch in der kurzen Frist wirken sich die meisten Reformen positiv aus. Eine Berücksichtigung derartiger Reformen im Rahmen der Strukturreformklausel des SWP erscheint daher insgesamt nicht gerechtfertigt.

Strukturreformen im Bereich der öffentlichen Finanzen müssen unterschieden werden vom diskretionären Einsatz der Finanzpolitik als antizyklisches Instrument oder zur Verfolgung sonstiger kurzfristiger Regierungsziele. Strukturelle Reformen der Staatsfinanzen zielen vorrangig darauf ab, die Funktionsweise des Staates zu verbessern und es ihm zu ermöglichen, seinen Handlungsradius auf eindeutig ökonomisch begründbare Aufgaben zu beschränken. Sie beruhen, in Abgrenzung zu fiskalischen, die Höhe von Steuern und Staatsausgaben betreffenden Maßnahmen, auf breiter angelegten Maßnahmenstrategien mit Blick auf das Steuersystem und die öffentliche Finanzverwaltung. Daher können Steuersenkungen, die nicht gegenfinanziert sind, oder ausgabenseitige Maßnahmen, die nicht mit einer umfassenderen Straffung der Staatsausgaben einhergehen, nicht als Strukturreformmaßnahmen gelten.

Sofern sie gut ausgestaltet und umgesetzt werden, können die meisten strukturellen Reformen der öffentlichen Finanzen sowohl in der kurzen als auch in der langen Frist positive Ergebnisse zeitigen. Im Allgemeinen wirken sich fiskalische Strukturreformen nicht negativ auf die Haushaltsergebnisse aus, sodass sie nicht als Reformmaßnahmen im Sinne der Strukturreformklausel des SWP eingestuft werden sollten. In einigen Fällen jedoch können strukturelle Reformen der Staatsfinanzen kurzfristige Haushaltsbelastungen mit sich bringen, die mittel- bis langfristig durch entsprechende Entlastungen überkompensiert werden dürften. Wird in diesen Fällen die Strukturreformklausel angewandt, darf dies gemäß der SWP-Verordnung und dem Verhaltenskodex (Code of Conduct) nur für größere Reformen mit eindeutig quantifizierbaren positiven Effekten für die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen gelten.²² Im Folgenden wird aufgezeigt, warum Strukturreformen bei den öffentlichen Finanzen wichtig für das Wirtschaftswachstum sind und die Haushaltsergebnisse auf lange Sicht tendenziell verbessern sollten.

Ein Paradebeispiel für Strukturreformen der Staatsfinanzen zum Zweck eines wachstumsfreundlicheren Steuersystems ist die aufkommensneutrale Verlagerung der Steuerlast hin zu weniger verzerrenden Steuerarten.²³ Die direkte Besteuerung von Einkommen ist insofern verzerrend, als sie – im Fall der Körperschaftsteuer – durch Schmälerung der Nettorendite Unternehmen von Investitionen abhält oder – im Fall der Steuern auf Erwerbseinkommen – eine Schere zwischen der Entlohnung der Arbeitnehmer durch die Unternehmen und dem Nettolohn ihrer Beschäftigten aufgehen lässt, wodurch Arbeitsangebot und

²² Artikel 5 Absatz 1 der Verordnung (EG) Nr. 1466/1997 besagt, dass Strukturreformen berücksichtigt werden können, wenn sie „– auch durch Steigerung des nachhaltigen Produktionswachstums – direkte langfristige positive Auswirkungen auf den Haushalt und mithin nachprüfbar Auswirkungen auf die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen haben“.

²³ Derartige Reformen sind regelmäßig Bestandteil der länderspezifischen Empfehlungen, die im Zuge des Europäischen Semesters seit 2011 an die Mitgliedstaaten der EU gerichtet werden. Nach elf Staaten im ersten Jahr erhielten im laufenden Jahr noch neun Länder eine spezifische Empfehlung.

-nachfrage (und damit das langfristige Produktionsniveau) sinken.²⁴ Auch ein durch zunehmende Arbeitskosten bedingter Anstieg der Arbeitgeberbeiträge zu den Sozialversicherungen würde die Nachfrage nach Arbeitskräften sinken lassen. Dagegen fällt der Einfluss von Verbrauch- und Grundsteuern auf die Entscheidungen der Wirtschaftsakteure eher neutral aus. So bergen Verbrauchsteuern keine Konsequenzen für die Sparscheidungen von Privatpersonen, da sie die Sparrendite nicht tangieren;²⁵ allerdings können sie negative Verteilungseffekte nach sich ziehen (was beispielsweise bei einkommensschwachen Haushalten und hier insbesondere dann der Fall ist, wenn für bestimmte Güter von einer Senkung des Verbrauchsteuersatzes abgesehen wird), wodurch sich der Anreiz für die Politik verringert, hier anzusetzen. Laufende Grundsteuern fördern die Entwicklung und Nutzung von Grundstücken und tragen dazu bei, Immobilienbooms und kurzfristige Preisschwankungen im Umfeld eines Aufwärtstrends einzudämmen.²⁶ Der Steuerbemessungswert sollte sich nach dem Marktwert des Eigentums richten, auch wenn er der Entwicklung der Marktwerte häufig nur zeitverzögert folgt, wobei die Umstellung auf eine vollständig marktbasierende Bemessung politisch eine Herausforderung darstellt. Die Euro-Gruppe unterstützt die Bemühungen der Mitgliedstaaten um eine haushaltsneutrale Verringerung der steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit. Angesichts des in vielen Ländern begrenzten Haushaltsspielraums sollte eine Senkung der Steuern auf Erwerbseinkommen entweder mit einer ausgleichenden Kürzung der (unproduktiven) Staatsausgaben oder mit einer Verlagerung der Besteuerung zu weniger wachstumsschädlichen Steuerarten einhergehen, damit die Beachtung der nach dem SWP vorgegebenen Haushaltsziele nicht gefährdet ist.²⁷ Die Gegenfinanzierung einer niedrigeren Besteuerung von Erwerbseinkünften durch die Erhöhung indirekter Steuern – insbesondere der Mehrwert- oder Grundsteuern – wurde als ein Mittel propagiert, um angesichts der in einer Währungsunion nicht mehr gegebenen Möglichkeit einer nominalen Währungsabwertung die binnenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen. Diese Politik wird auch als

²⁴ Eine höhere steuerliche Belastung von Erwerbseinkünften beeinflusst das Arbeitsangebot sowohl über einen Einkommenseffekt (in der Regel erhöht sich das Arbeitsangebot, da das niedrigere verfügbare Einkommen die Nachfrage nach Freizeit sinken lässt) als auch über einen Substitutionseffekt (niedrigeres Arbeitsangebot aufgrund einer geringeren Kompensation für geleistete Arbeitsstunden), sodass sich der Nettoeffekt a priori nicht eindeutig ermitteln lässt. Der empirischen Evidenz zufolge ist die Elastizität des Arbeitsangebots bei männlichen Erwerbstätigen gering, während sie bei weiblichen Erwerbstätigen im positiven Bereich und höher liegt.

²⁵ Bei der steuerlichen Bemessungsgrundlage von Verbrauchsteuern bleiben die laufenden Ersparnisse unberücksichtigt. Daher bleibt der Gegenwartswert einer Verbrauchsteuer unabhängig davon, ob der private Haushalt seine Konsumausgaben sofort oder zu einem späteren Zeitpunkt tätigt, unverändert. Dagegen werden die Sparer bei einer (keine Vergünstigungen für neue Ersparnisse beinhaltenden) Einkommensteuer aufgrund der Einbeziehung der Ersparnisse in die steuerliche Bemessungsgrundlage stärker belastet. Siehe C. A. Garner, Consumption Taxes: Macroeconomic Effects and Policy Issues, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2004.

²⁶ Siehe C. Crowe, G. Dell’Ariccia, D. Igan und P. Rabanal, How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences, Working Paper Series des IWF, Nr. 11/91, April 2011.

²⁷ Im September 2014 stellte die Euro-Gruppe gemeinsame Grundsätze auf, wie Reformen zur Verringerung der steuerlichen Belastung von Erwerbseinkommen auszugestalten seien. Neben dem Prinzip der Haushaltsneutralität besagen diese Grundsätze Folgendes: 1) Die Reformen sollten auf die jeweiligen landesspezifischen Herausforderungen zugeschnitten sein, die einschlägigen Bestandteile der Steuerbelastung betreffen und auf die am Arbeitsmarkt am schwersten vermittelbaren Gruppen abzielen. 2) Eine Senkung der Steuerlast auf Erwerbseinkommen hat eine deutlich höhere Wirkung, wenn sie Bestandteil eines umfassenderen Reformpakets für den Arbeitsmarkt ist. 3) Reformen zur Verringerung der steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit, die durch entsprechende steuerliche oder ausgabenseitige Maßnahmen gegenfinanziert werden, können die Einkommensverteilung beeinträchtigen. Daher ist die Gewährleistung einer breiten politischen und gesellschaftlichen Zustimmung zu den Reformen wichtig. Diese lässt sich unter anderem durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Folgen dieser Reformen, durch Gespräche mit den Betroffenen sowie durch eine schrittweise Umsetzung der Maßnahmen erreichen.

fiskalische Abwertung bezeichnet.²⁸ Reformen des Steuergefüges können auch strukturelle Änderungen der Progressionsstufen beinhalten, die darauf abzielen, die mit Steuersatzänderungen verbundenen Verzerrungen zu verringern bzw. die Progression zu verstärken.

Reformen zur Erhöhung der Leistungsfähigkeit der Steuerverwaltung haben Aufkommenssteigerungen zur Folge und verbessern über die erhöhte Steuerehrlichkeit die Umverteilungsfunktion des Steuersystems. Die Unabhängigkeit der Steuerverwaltung von politischer Einflussnahme (z. B. in Bezug auf die Innenorganisation oder die Festlegung von Ergebnisstandards) und die Schaffung eines Aufsichtsgremiums sind einer transparenten Durchsetzung von Steuervorschriften förderlich und erhöhen die Rechenschaftspflicht der Verwaltung. Eine Verfahrensvereinfachung hinsichtlich der Identifizierung und Erfassung der Steuerpflichtigen, z. B. über eine individuelle Steueridentifikationsnummer, kann das ordnungsgemäße Einreichen von Steuererklärungen befördern und die Steuerfestsetzung und – einziehung verbessern.²⁹ Revision und Steuerprüfung sind Kernbestandteile der Bekämpfung von Steuerhinterziehung und des Einzugs von Steuerschulden und müssen durch den Einsatz neuer Kommunikationstechnik unterstützt werden.

Eine Verbesserung der Qualität der Finanzbehörden und des Haushaltsrahmens erleichtert eine wirksame Umsetzung der Finanzpolitik und wirkt sich positiv auf die öffentlichen Finanzen aus. Die Verabschiedung mittelfristig ausgerichteter Haushaltsrahmen hilft durch den verlängerten Zeithorizont für die Finanzplanung die Neigung zur Kurzfristorientierung zu überwinden und unterstützt die Festlegung und Umsetzung finanzpolitischer Maßnahmen – vor allem, wenn sich diese über mehrere Jahre erstrecken. Der frühzeitigen Überwachung und Steuerung des Ressourceneinsatzes kommt eine Schlüsselrolle bei der Festlegung der wichtigsten finanzpolitischen Ziele zu.

Zur Korrektur bzw. Vermeidung von Haushaltsungleichgewichten sind Reformen der öffentlichen Finanzverwaltung erforderlich. Dies gilt für alle Haushaltsebenen und betrifft die Erstellung, Verabschiedung und Durchführung der Haushalte, aber auch die öffentliche Schuldenverwaltung, die Behandlung der Nebenhaushalte und den Umgang mit impliziten Verbindlichkeiten (z. B. Staatsgarantien und öffentlich-private Partnerschaften). Diese Reformen sind für die Aufrechterhaltung einer tragfähigen Finanzlage von wesentlicher Bedeutung. Ferner stellen sie eine wirksame Ressourcenallokation und die effiziente Bereitstellung staatlicher Güter und Dienstleistungen sicher. Angesichts der umfangreichen institutionellen Änderungen, die die Durchführung von Reformen der öffentlichen Finanzverwaltung häufig erforderlich macht, kann einige Zeit verstreichen, bevor deren effizienzsteigernde Effekte zum Tragen kommen.

²⁸ Eine Analyse der fiskalischen Abwertung als Mittel zur Wiedererlangung von Wettbewerbsfähigkeit findet sich in: EZB, Fiskalische Abwertung als Instrument der wirtschaftlichen Anpassung, Kasten 12, Monatsbericht Dezember 2011.

²⁹ Einige Steuerbehörden vergeben zur Erfassung der Steuerpflichtigen individuelle Steueridentifikationsnummern bzw. personen- und unternehmensbezogene Identifikationsnummern, die von allen staatlichen Stellen verwendet werden. Siehe S. Araki und I. Claus, A comparative analysis of tax administration in Asia and the Pacific, Asiatische Entwicklungsbank, 2014.

Nur einige wenige Reformen der öffentlichen Finanzverwaltung können auch kurzfristige Haushaltsbelastungen zur Folge haben. So könnten Reformen zur Straffung der staatlichen Verwaltungsstruktur Abfindungszahlungen für entlassene Beschäftigte mit sich bringen, und Reformen, mit denen die Gebäudenutzung rationalisiert werden soll, könnten zur Zahlung von Vertragsstrafen aufgrund vorzeitig gekündigter Mietverträge für ungenutzte Immobilien führen. Allerdings sind diese Kosten nur kurzfristig zu tragen und halten sich im Vergleich zu den langfristigen Vorteilen, die sich aus der Produktivitätssteigerung des Staatssektors ergeben, in Grenzen. Daher sollte es darstellbar sein, sie bei der gewöhnlichen Haushaltsplanung mit einzukalkulieren, sodass zu ihrer Berücksichtigung keine Abweichung von den Regeln des SWP erforderlich ist.

4 Schwierigkeiten bei der Messung der Auswirkung von Strukturreformen

Die Messung der quantitativen Auswirkungen von Strukturreformen spielt insbesondere im Zusammenhang mit der Anwendung der Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) eine wichtige Rolle. Wie in Abschnitt 2 erläutert, werden bei der Anwendung der Vorschriften des SWP die kurzfristigen Effekte bereits umgesetzter Strukturreformen berücksichtigt.

Die Quantifizierung der Auswirkungen solcher Strukturreformen ist jedoch mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet. Es ist erforderlich, die Wirksamkeit der Umsetzung von Reformen oder Reformpaketen zu beurteilen, wobei es nicht allein auf die Verabschiedung der maßgeblichen Gesetze ankommt, sondern auch auf die Umsetzung einer mitunter großen Anzahl von Durchführungsbestimmungen.

Voraussetzung für die Quantifizierung des Effekts parametrischer Reformen sind ferner umfangreiche Informationen. Für bestimmte Reformen wie etwa der Altersvorsorgesysteme oder des Arbeitsmarkts (z. B. Änderung der Leistungen bei Arbeitslosigkeit oder Maßnahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik) sind Kosten und Nutzen direkt identifizierbar und messbar. Da hierfür jedoch in großem Umfang Daten und weitere, in der Regel ausschließlich den staatlichen Behörden zur Verfügung stehende Informationen benötigt werden, müssen die amtlichen Schätzungen herangezogen werden. Deren externe Verifizierung gestaltet sich schwierig, sodass ein erhebliches Anreizproblem entsteht, weil die Schätzungen zugunsten einer erwünschten Darstellung des Haushaltsausblicks verzerrt werden können. Von besonderer Bedeutung ist dieser Umstand, wenn solche Schätzungen eine wesentliche Rolle im Haushaltsüberwachungsrahmen der Europäischen Union spielen.

Bei nichtparametrischen Reformen erfolgt die Quantifizierung größtenteils auf der Grundlage von Ermessenseinschätzungen, wodurch sich das Risiko, eine verzerrte Beurteilung zu erhalten, erhöht. Die Kosten und der Nutzen von Reformen der Gütermärkte – die hauptsächlich Änderungen von Gesetzen und Vorschriften beinhalten – lassen sich nicht direkt beobachten und sind somit

schwieriger zu quantifizieren. Aus einzelnen Maßnahmen bestimmte Effekte auf beobachtbare Variablen herzuleiten, kann daher ein signifikant hohes Maß an Ermessenseinschätzungen voraussetzen, was eine ausgewogene Beurteilung schlichtweg ausschließt.³⁰

Bei der Bewertung umgesetzter Strukturreformen mithilfe von allgemeinen Gleichgewichtsmodellen ist Vorsicht geboten.

Strukturreformen können über mehrere Kanäle gleichzeitig auf eine Volkswirtschaft wirken, wobei sich gegenseitig verstärkende oder ausgleichende Effekte ergeben, darunter auch Zweitrundeneffekte. Allgemeine Gleichgewichtsmodelle wie z. B. DSGE-Modelle (dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle) können länderspezifische Merkmale berücksichtigen und die Wirkung von Reformen auf unterschiedliche makroökonomische Variablen in verschiedenen Szenarien simulieren. Allerdings ist diese Simulation komplex, denn sie erfordert Informationen über den Umsetzungsgrad der Reformen und nach Möglichkeit auch die bereits erwähnte Quantifizierung der Wirksamkeit. Zusätzlich erschwert wird die Bewertung durch die Probleme, die sich bei der Übertragung tatsächlicher Reformmaßnahmen in Modellparameter stellen, entweder weil die benötigten Informationen nicht verfügbar sind oder weil die Vielfältigkeit und Komplexität bestehender Reformpolitiken durch die sie subsumierenden Modellparameter nicht vollständig abgebildet wird. Folglich erweist sich die Beurteilung umgesetzter Reformen entweder als unvollständig, oder sie stützt sich in erheblichem Maße auf Ermessenseinschätzungen etwa bezüglich des Tempos und Umsetzungsfortschritts oder der Glaubwürdigkeit von Reformankündigungen.

Es überrascht somit nicht, dass sich die meisten vorliegenden Untersuchungen mit den Auswirkungen hypothetischer Strukturreformen befassen.

Cacciatore et al. (2012)³¹ simulieren mithilfe eines DSGE-Modells die Effekte von Arbeitsmarkt- und Gütermarktreformen bei Absenkung der Maßnahmenparameter auf das Niveau einer Vergleichsgruppe von Ländern. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass das BIP und der Verbrauch langfristig ansteigen und die Arbeitslosigkeit fällt. Diese Auswirkungen kommen nach zwei Jahren zum Tragen, wobei einige Reformen (z. B. Änderungen des Kündigungsschutzes) zunächst einen Anstieg der Arbeitslosigkeit herbeiführen. Varga und in't Veld (2014)³² beleuchten ein größeres Reformspektrum, das z. B. die Bereiche Wettbewerb, Regulierung, Steuerstruktur sowie Umfang der Leistungen bei Arbeitslosigkeit umfasst, und fragen, welche mittel- bis langfristigen Effekte sich ergeben, wenn sich der Abstand zu den drei besten EU-Ländern um die Hälfte verringert. Es wird gezeigt, dass das BIP der EU nach fünf Jahren um 3 % und nach zehn

³⁰ Der Verhaltenskodex des SWP fordert von den EU-Ländern, dass sie in ihren Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen explizit über die Auswirkungen zuletzt umgesetzter Strukturreformen berichten – wenn diese Reformen in den Projektionen berücksichtigt sind – und die zugrundeliegenden Annahmen bzw. Modelle, einschließlich deren Variablen und Parameter, erläutern. Dieser Anforderung kommen jedoch nicht alle Länder auf systematischer Basis nach, sodass in der Regel nur langfristige Effekte gemeldet werden.

³¹ M. Cacciatore, R. Duval und G. Fiori, Short-Term Gain or Pain? A DSGE Model-Based Analysis of the Short-Term Effects of Structural Reforms in Labour and Product Markets, Working Papers des Economics Department der OECD, Nr. 948, 2012.

³² J. Varga und I. in't Veld, The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise, in: Europäische Kommission, European Economy – Economic Papers, Nr. 541, Dezember 2014.

Jahren um 6 % wächst. Gomes et al. (2011)³³, die mithilfe eines umfangreichen DSGE-Modells die Auswirkungen einer willkürlichen Verringerung der Preis- und Lohnaufschläge (um 5, 10 und 15 Prozentpunkte) in Deutschland und Portugal abzuschätzen versuchen, beobachten langfristige positive Effekte auf das BIP sowie einige kurzfristige Negativeffekte, die mit dem vorläufigen Konsumverzicht in Erwartung niedrigerer Preise zusammenhängen. Allerdings lässt sich hieraus nicht zwingend schlussfolgern, dass sich der in einem bestimmten Land verzeichnete Reformnutzen auch andernorts einstellt. Ähnlich gestaltete Reformen können durchaus sehr unterschiedliche Effekte haben, je nachdem, welche Wirkung sie im Zusammenspiel mit den anderen institutionellen Merkmalen der Volkswirtschaft sowie im allgemeinen nationalen Kontext entfalten. Kasten 2 zeigt am Beispiel der Hartz-Gesetze in Deutschland, wie DSGE-Modelle für die Evaluierung von Reformen verwendet werden können.

Auch empirische Untersuchungen geraten bei der Abbildung der kurzfristigen Auswirkungen von umgesetzten Reformmaßnahmen an ihre Grenzen.

Die Isolierung des Einflusses von Reformen auf quantitative Messgrößen kann sich als schwierig erweisen, da die Indikatoren nicht nur auf diskretionäre staatliche Maßnahmen, sondern auch auf andere Faktoren reagieren (z. B. Ausgaben im Rahmen einer aktiven Arbeitsmarktpolitik), oder weil diese Reformen erst mit der Zeit Früchte tragen. Bouis et al. (2012)³⁴ betrachten ein breiteres Spektrum von Reformen und Indikatoren (wie Arbeitsmarktreformen, Gütermarktregulierung und Steuerwesen) und definieren Reformschocks als eine Änderung des Maßnahmenindikators um mehr als zwei Standardabweichungen in einem gegebenen Jahr. Im Einklang mit der Evidenz von DSGE-Modellen kommen sie zu dem Ergebnis, dass eine gewisse Zeit verstreicht, bis der Nutzen von Reformen sichtbar wird. Doch im Durchschnitt betrachtet lassen sich für keine der untersuchten Reformen auf kurze Sicht signifikante gesamtwirtschaftliche Verluste feststellen; einige Reformen führen kurzfristig zu einem gewissen Nutzen (z. B. geringere Lohnersatzrate bei Arbeitslosigkeit oder kürzere Leistungsdauer).

Die kurzfristigen Effekte von Strukturreformen können durch ihre Wechselwirkung mit den makroökonomischen Bedingungen oder Maßnahmen in anderen Bereichen beeinflusst werden.

Bouis et al. (2012) stellen fest, dass die kurzfristigen positiven Effekte einiger Reformen in Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung stärker und bei schlechter Konjunktur schwächer ausgeprägt sind. Werden beispielsweise Reformen, die eine Verringerung der Lohnersatzrate bei Arbeitslosigkeit bewirken, in einem bereits schwachen Arbeitsmarkt mit geringer Nachfrage umgesetzt, führt dies zu Beschäftigungsverlusten. Gleichermaßen ergeben sich bei Gütermarktreformen weniger Reibungsverluste, wenn der Arbeitsmarkt bereits flexibel und der Arbeitsfindungsprozess effizienter ist, sodass Arbeitssuchende schneller eine neue Beschäftigung finden (Cacciatori et al., 2012).

³³ S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr und M. Pisani, Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment, Working Paper Series der EZB, Nr. 1323, Mai 2011.

³⁴ R. Bouis et al., The Short-Term Effects of Structural Reforms: An Empirical Analysis, Working Papers des Economics Department der OECD, Nr. 949, 2012.

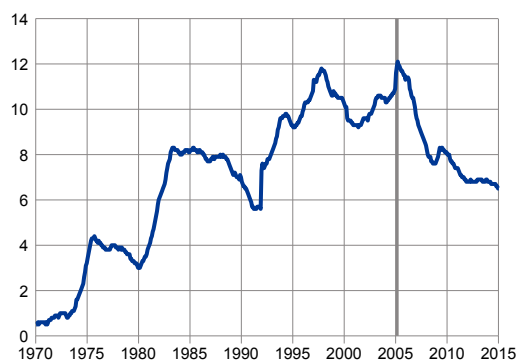
Kasten 2

Messung von Kosten und Nutzen der Arbeitsmarktreformen in Deutschland Anfang der 2000er-Jahre

Im Zeitraum von 2003 bis 2005 wurden in Deutschland grundlegende Arbeitsmarktreformen durchgeführt, die allgemein als Hartz-Reformen bekannt sind. Diese Reformen waren eine Antwort auf die vergleichsweise hohe (Langzeit-)Arbeitslosigkeit und das seit mehreren Jahren anhaltend niedrige BIP-Wachstum – ein Zustand, der auf die recht unflexible und rigide Struktur des Arbeitsmarkts zurückgeführt wurde (siehe Abbildungen A und B).

Abbildung A Arbeitslosenquote

(in % der Erwerbspersonen; monatlich saisonbereinigt)

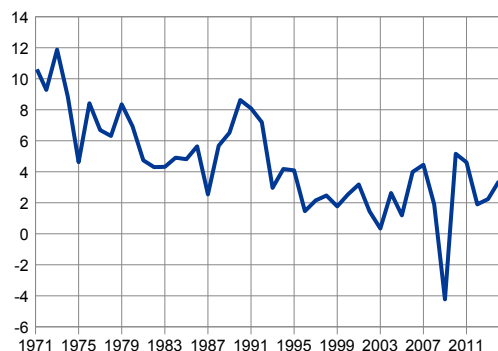


Quellen: Deutsche Bundesbank/Haver Analytics.
Anmerkung: Die vertikale Linie markiert das Jahr der Einführung der Hartz-IV-Reformen.

Bezugsdauer des Arbeitslosengelds aus der Arbeitslosenversicherung für Langzeitarbeitslose erheblich verringert wurde. Durch die Einführung des Arbeitslosengelds II im Januar 2005 wurden die

Abbildung B Reales BIP-Wachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: AMECO.

Mit den Hartz-Reformen sollte die Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarkts erhöht werden.

Hauptsächlich ging es dabei um die Verbesserung des Vermittlungsprozesses (Hartz I), die Förderung von Selbständigkeit und die Einführung flexibler Regelungen für geringfügig Beschäftigte (Hartz II), den Umbau der Bundesanstalt für Arbeit in die Bundesagentur für Arbeit mit dem Ziel einer weiteren Verbesserung der Vermittlung von Arbeitssuchenden an Unternehmen (Hartz III) sowie um die Verstärkung von Anreizen zur Aufnahme einer Beschäftigung durch Kürzung der Leistungen bei Arbeitslosigkeit (Hartz IV). Im Zuge der Hartz-IV-Reform erfolgte eine grundlegende Neuordnung des Systems der Leistungen bei Arbeitslosigkeit, wobei die

frühere bedürftigkeitsabhängige Arbeitslosenhilfe und die Sozialhilfe zusammengefasst, und ab 2006 verkürzte sich die Bezugsdauer der Leistungen aus der Arbeitslosenversicherung (nunmehr als Arbeitslosengeld I bezeichnet) von 36 auf 12 Monate (bzw. auf 18 Monate bei Arbeitssuchenden über 54 Jahre).³⁵

Die kurzfristigen ökonomischen Kosten der Hartz-Reformen waren begrenzt. Im Gefolge der Hartz-IV-Reform kam es zunächst zu einem sprunghaften Anstieg der Arbeitslosigkeit, der jedoch größtenteils ein statistischer Effekt der durch die Reform geänderten Erfassung von

³⁵ Vor der Reform wurde die Leistung aus der Arbeitslosenversicherung für einen Zeitraum von bis zu drei Jahren (je nach Alter und Beitragsjahren des Leistungsempfängers) gewährt und belief sich (abhängig von der Anzahl der minderjährigen Kinder) auf 60 % bis 67 % des letzten Nettoverdienstes. Im Anschluss wurde für einen unbefristeten Zeitraum eine bedürftigkeitsabhängige Arbeitslosenhilfe in Höhe von 53 % bis 57 % des früheren Nettoverdienstes gezahlt. Die bedürftigkeitsabhängige Sozialhilfe in Höhe von rund 45 % des durchschnittlichen Nettoverdienstes bot eine soziale Grundsicherung und wurde Personen gewährt, die keinen Anspruch auf andere Sozialleistungen hatten (z. B. Erwerbsunfähige). Im Jahr 2008 wurde die maximale Bezugsdauer von Arbeitslosengeld I wieder etwas ausgeweitet auf 24 Monate für über 57-Jährige.

Arbeitslosen war. Ab 2005 ging die Arbeitslosigkeit dann auch aufgrund des wieder zunehmenden Wirtschaftswachstums allmählich zurück (siehe Abbildungen A und B). So stiegen ebenfalls die staatlichen Ausgaben für das Arbeitslosengeld I zunächst an, bevor sie sich dann nach und nach verringerten. Von 2005 bis 2014 sanken die arbeitsmarktbedingten Staatsausgaben von 4 % des BIP auf 2,5 % des BIP.³⁶

Die positiven Auswirkungen der Hartz-Reformen auf die Langzeitarbeitslosigkeit und das Wirtschaftswachstum sind in der Fachliteratur unumstritten. Konsens der Studien zu den langfristigen Auswirkungen der Hartz-Reformen ist, dass Letztere (insbesondere über Lohnzurückhaltung) zu einem erheblichen Rückgang der Langzeitarbeitslosigkeit und zur Steigerung des deutschen BIP-Wachstums beigetragen haben.³⁷ Einige Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Reformen in Verbindung mit dem Kurzarbeitergeld mit ein Grund dafür waren, dass sich die Beschäftigungsverluste während der Großen Rezession in Grenzen hielten, wofür auch die Tatsache spricht, dass Deutschland im Vergleich zu den Vereinigten Staaten trotz eines stärkeren Rückgangs des BIP geringere Beschäftigungsverluste zu verzeichnen hatte.³⁸ Die Hartz-Reformen werden schließlich auch im Zusammenhang mit der gestiegenen internationalen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gesehen.³⁹

Modellgestützte Simulationen der Hartz-Reformen ermöglichen ein Verständnis der wichtigsten Übertragungskanäle der Reformwirkungen. Die Hartz-Reformen werden mithilfe von FiMod⁴⁰ – einem neokeynesianischen dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell) – simuliert. Das Modell bildet eine komplexe Arbeitsmarktstruktur ab, bei der zwischen Leistungen aus der Arbeitslosenversicherung und Arbeitslosenunterstützung (Arbeitslosengeld I und II) unterschieden wird. Erwerbsbeteiligungsentscheidungen der privaten Haushalte werden endogen bestimmt, und die Löhne werden auf Basis eines Lohnfindungsprozesses zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen ermittelt. Das Modell beinhaltet ferner einen komplexen Sektor Staat mit mehreren Einnahmen und Ausgabenarten und Rückkoppelungseffekten zum privaten Sektor. Bei den Simulationen der Wirkungen der hier betrachteten Arbeitsmarktreformen werden eine Verbesserung des Arbeitsfindungsprozesses und eine Kürzung von Höhe und Bezugsdauer der Leistungen aus der Arbeitslosenversicherung angenommen

Die dargestellten Modellsimulationen unterliegen einigen Einschränkungen. Das Modell bildet nicht den nach der Einführung der Hartz-IV-Reform verzeichneten Anstieg der Arbeitslosenquote ab, da es die durch die Reform geänderte offizielle Klassifizierungsmethode der Arbeitslosigkeit

³⁶ Siehe Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der arbeitsmarktbedingten Staatsausgaben in Deutschland, Monatsbericht April 2015, S. 13-32.

³⁷ Siehe T. Krebs und M. Scheffel, Macroeconomic Evaluation of Labor Market Reforms in Germany, in: IMF Economic Review, Bd. 61(4), 2013, S. 664-701, sowie M. Krause und H. Uhlig, Transitions in German Labor Market: Structure and Crisis, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 59, 2012, S. 64-79.

³⁸ M. Burda und J. Hunt, What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?, Brooking Papers on Economic Activity, Frühjahr 2011, S. 273-319, sowie C. Dustman, B. Fitzenberger, U. Schönberg und A. Spitz-Oener, From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 28, 2014, S. 167-188.

³⁹ R. Kollman, M. Ratto, W. Roeger, J. in't Veld und L. Vogel, What Drives the German Current Account? And How Does It Affect Other EU Member States?, in: Economic Policy, Bd. 30, 2015, S. 47-93.

⁴⁰ FiMod ist ein Zwei-Regionen-Modell einer Währungsunion. Für die vorliegende Simulation wurde es auf Deutschland und das übrige Euro-Währungsgebiet kalibriert. Eine vollständige Beschreibung des Basismodells findet sich bei N. Stähler und C. Thomas, FiMod – A DSGE Model for Fiscal Policy Simulations, in: Economic Modelling, Bd. 29, 2012, S. 239-261.

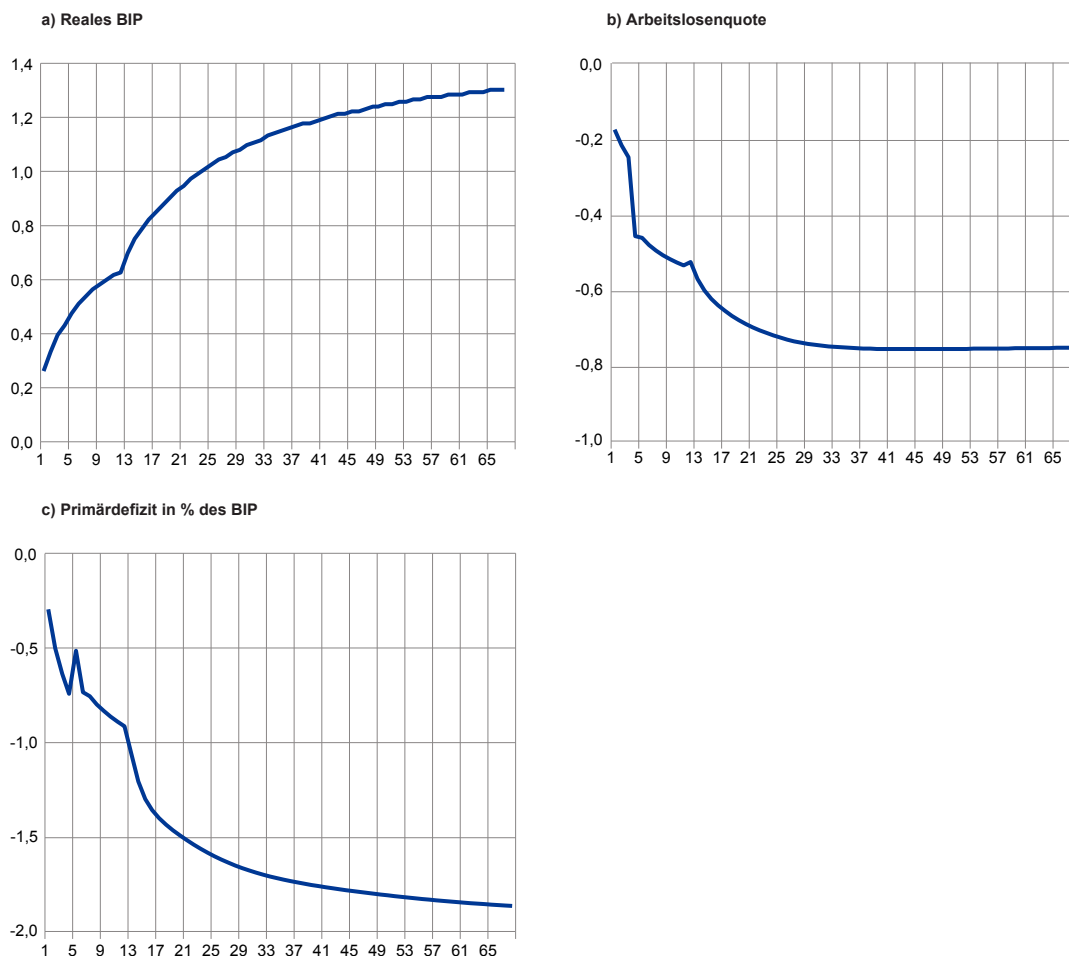
nicht berücksichtigen kann. Entlassungsentscheidungen im Modell sind exogen. Somit entfalten sich bei niedrigeren Löhnen unmittelbar positive Beschäftigungseffekte, ohne dass dabei der Möglichkeit Rechnung getragen wird, dass Unternehmen in Reaktion auf einen niedrigeren Gleichgewichtslohn zunächst die im Vergleich teureren Arbeitskräfte entlassen und später neue (billigere) Arbeitskräfte einstellen.

Die Verbesserung des Arbeitsfindungsprozesses wirkte sich beschäftigungssteigernd aus. Nach der Umstrukturierung der Bundesagentur für Arbeit mussten sich Arbeitslose bei ihrer Arbeitsagentur erfassen lassen und wurden einem persönlichen Betreuer zugeordnet, der bei der Arbeitssuche helfen sollte. Dies führte zu einer verbesserten Arbeitsfindung, die laut Krebs und Scheffel (2013) in den Modellsimulationen um 10 % gestiegen ist (siehe Abbildung C). Der Beschäftigungsanstieg führte zu höheren Bruttolöhnen und -gehältern, die wiederum den privaten Verbrauch und die Investitionsgüternachfrage ankurbelten. Auf Unternehmensseite bewirkten die geringeren Kosten der Personalsuche über den Grenzkostenkanal auch Preissenkungen, was der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und der Exportentwicklung zugutekam.

Abbildung C

Einfluss der Hartz-Reformen auf ausgewählte gesamtwirtschaftliche Schlüsselaggregate in Deutschland

(Abweichung in Prozentpunkten gegenüber dem langfristigen Gleichgewichtsniveau vor den Reformen)



Quelle: Fußnote 40, a. a. O.

Die Zusammenlegung von Arbeitslosenhilfe und Sozialhilfe hatte ferner eine Senkung der Lohnstückkosten durch Verringerung des Anspruchslohns zur Folge. Durch die Reduzierung des Arbeitslosengelds nach der Zusammenlegung von Arbeitslosen- und Sozialhilfe verringerte sich der Anspruchslohn, sodass von den Arbeitnehmern niedrigere Löhne akzeptiert wurden. Somit konnten die Unternehmen ihre Preise weiter senken und mehr Mitarbeiter einstellen. Die Verkürzung der Bezugsdauer des Arbeitslosengelds I hatte ähnliche Effekte.

Insgesamt zogen die Hartz-Reformen keine größeren kurzfristigen wirtschaftlichen und fiskalischen Kosten nach sich. Die im vorliegenden Kasten betrachteten Modellsimulationen zeigen, dass Arbeitsmarktreformen, die mit einer Senkung des Anspruchslohns und einer Flexibilisierung des Arbeitsmarkts einhergehen, potenziell positive Beschäftigungseffekte haben. Dies wird auch durch andere Studien belegt; so kommen etwa Cacciatore et al. (2012)⁴¹ zu dem Ergebnis, dass Arbeitsmarktreformen, die auf eine Verringerung der (Anspruchs-) Löhne ausgerichtet sind, tendenziell relativ niedrige Kosten gemessen am aggregierten gesamtwirtschaftlichen Ergebnis nach sich ziehen.

5 Schlussbemerkungen

Den kurzfristigen fiskalischen Auswirkungen von Strukturreformen fällt mit Blick auf die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts in jüngster Zeit eine gewichtigere Rolle zu. Die mit der Reform des SWP 2005 eingeführte Strukturreformklausel sah die Möglichkeit einer zeitlich aufgeschobenen Umsetzung von Haushaltsanpassungen vor, wenn ein Mitgliedstaat eine wichtige Strukturreform mit direkten langfristigen positiven Haushaltseffekten, darunter auch über die nachhaltige Steigerung des Potenzialwachstums, implementierte. Die Klausel trug allerdings wenig dazu bei, die Reformdynamik anzufachen. Mit der jüngsten Mitteilung der Europäischen Kommission über die optimale Nutzung der im SWP enthaltenen Flexibilität soll die Strukturreformklausel, unter anderem durch vereinfachte Voraussetzungen für ihre Anwendung, neu belebt werden.

Die Inanspruchnahme der Strukturreformklausel des SWP sollte allerdings vorsichtig erfolgen. Strukturreformen können die Wirtschaft und insbesondere die öffentlichen Finanzen über unterschiedliche Kanäle beeinflussen. Wie vorliegend aufgezeigt, sind es grundlegende Systemveränderungen in der Alterssicherung, die mit direkten kurzfristigen Kosten einhergehen. In anderen Fällen (z. B. Arbeits- und Gütermarktreformen) ist es schwierig, den Nettoeffekt zu beziffern, da dieser auch davon abhängt, wie die Reformen in der Praxis gebündelt werden. Darüber hinaus gibt es viele Beispiele, bei denen die kurzfristigen Auswirkungen von Strukturreformen positiv sind. Es ist mithin von wesentlicher Bedeutung, dass die Annahmen, die der Entscheidung zur Anwendung solch einer Klausel zugrunde liegen, deutlich und transparent dargelegt werden.

⁴¹ Fußnote 31, a. a. O.

Die Quantifizierung der Kosten von Reformen ist für deren Berücksichtigung im Rahmen des SWP zwar unabdingbar, in der Regel aber von ermessensbehafteten Annahmen abhängig. Modellsimulationen

zu den Auswirkungen von Reformen sind gewöhnlich mit einem hohen Grad an Unsicherheit verbunden. Die Tatsache, dass es auf EU-Ebene kein gemeinsames Verfahren zur Einschätzung der Auswirkungen von Strukturreformen gibt, spricht für eine vorsichtige Anwendung der SWP-Vorgaben im Zusammenhang mit Strukturreformen.

Es sollten alternative Wege erkundet werden, um die Einführung und Umsetzung von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet zu unterstützen.

Der im Juni 2015 veröffentlichte „Bericht der fünf Präsidenten“⁴² ist hierfür eine zweckdienliche Referenz. Er identifiziert Schritte zu einer echten Europäischen Wirtschaftsunion und unterstreicht unter anderem die Notwendigkeit einer nachhaltigen Konvergenz im Euroraum, die neuerliche Anstrengungen zur Förderung von Strukturreformen in den Mitgliedstaaten voraussetzt. Der Bericht ermutigt zu weiteren Schritten hin zu einer besseren Koordination und Überwachung der für die Wettbewerbsfähigkeit relevanten Maßnahmen. Er empfiehlt die Schaffung einer unabhängigen nationalen „Einrichtung zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit“ durch jeden Mitgliedstaat des Euroraums, die die Entwicklungen und Strategien beobachtet, die sich auf die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes auswirken. Der Bericht zeigt bestehenden Spielraum für eine Stärkung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten auf, und zwar nicht allein zur Feststellung von Ungleichgewichten, sondern auch zur Förderung von Strukturreformen im Zuge des Europäischen Semesters.⁴³ Die Bedeutung eines institutionenbasierten Ansatzes für die Steuerung und Überwachung von Strukturreformen im Euroraum wurde auch vom EZB-Präsidenten in seinem Aufruf zu einem Übergang von Regeln hin zu Institutionen bekräftigt.⁴⁴ Eine europäische Institution könnte dabei in zweierlei Hinsicht von Nutzen sein, nämlich indem sie zum einen über die Anpassung an Best-Practice-Verfahren die Einigung über die Zielsetzung von Strukturreformen fördert und zum anderen Partikularinteressen mithilfe europäischer Rechtssetzung überwindet und so eine leichtere Umsetzung von Strukturreformen ermöglicht.

⁴² Siehe „Completing Europe’s Economic and Monetary Union“, abrufbar unter http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_de.pdf.

⁴³ Siehe unter anderem A. Banerji, B. Barkbu, J. John, T. Kinda, S. Saksonovs, H. Schoelermann und T. Wu, Building a Better Union: Incentivising Structural Reforms in the Euro Area, in: IWF, Working Paper Series, Nr. 15/201, September 2015.

⁴⁴ Siehe die Rede des EZB-Präsidenten auf dem SZ Finance Day in Frankfurt am Main am 16. März 2014 <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150316.en.html>.

Europäische Statistiken: Wie das Europäische System der Zentralbanken und das Europäische Statistische System zusammenarbeiten

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die Partnerschaft des Europäischen Statistischen Systems (ESS), eine Partnerschaft zwischen verschiedenen statistischen Stellen, arbeiten bei der Erstellung europäischer Statistiken – insbesondere von Wirtschafts- und Finanzstatistiken – eng zusammen. Zwar gelten für das ESZB und das ESS jeweils unterschiedliche Rechtsrahmen, die auf die entsprechenden Governance-Strukturen, d. h. die rechtlichen und organisatorischen Strukturen, abgestimmt sind, doch wenden beide dieselben statistischen Grundsätze und sorgfältigen statistischen Qualitätssicherungsverfahren an. Damit sollen die politische Analyse und die Entscheidungsfindung auf europäischer Ebene unterstützt und verlässliche und zeitnahe Informationen für die breitere Öffentlichkeit bereitgestellt werden. Gemeinsam sind ESZB und ESS Vorreiter bei weltweiten Statistikprojekten wie dem Special Data Dissemination Standard Plus (SDDS Plus) des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Data-Gaps-Initiative der G-20-Staaten.

1 Einleitung

In Bezug auf die statistische Entwicklung weltweit kommt den europäischen Wirtschafts- und Finanzstatistiken eine führende Rolle zu. Der Erfolg der europäischen Statistiken gründet großenteils auf dem soliden Rechtsrahmen, der die Zusammenarbeit zwischen den nationalen und den europäischen statistischen Systemen regelt. Die Erstellung europäischer Statistiken ruht auf zwei Pfeilern, die eng zusammenarbeiten. Zum einen ist dies das ESZB, ein System, das sich aus der EZB und den nationalen Zentralbanken (NZBen) der EU-Mitgliedstaaten zusammensetzt. Der zweite Pfeiler ist das ESS, eine Partnerschaft zwischen der Europäischen Kommission (Eurostat), den nationalen Statistikämtern und anderen einzelstaatlichen Behörden, die für die Erstellung von Statistiken auf nationaler Ebene zuständig sind.

Die enge Zusammenarbeit und der Austausch von Ideen und Arbeitsansätzen zwischen den die statistischen Aufgaben des ESZB wahrnehmenden Stellen und dem ESS bildeten die Grundlage dafür, dass die Verfügbarkeit europäischer Wirtschafts- und Finanzstatistiken kontinuierlich ausgeweitet werden konnte. Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 wird der rechtliche Rahmen der beiden Pfeiler der europäischen Statistik skizziert. Abschnitt 3 legt die institutionelle Trennung zwischen dem ESZB und dem ESS dar. In Abschnitt 4 wird die enge Zusammenarbeit zwischen den beiden Pfeilern beschrieben. In Abschnitt 5 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

ESZB und ESS: die beiden Grundpfeiler der europäischen Statistiken

Für die Erstellung der europäischen Statistiken sind zwei separate Pfeiler zuständig, nämlich das ESZB und das ESS, die jeweils über eigene Rechtsrahmen und Organisationsstrukturen verfügen. Beim ESZB handelt es sich um ein voll ausgebildetes System, das im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verankert ist.¹ Es besteht aus der EZB und den NZBen mit dem EZB-Rat als oberstem Entscheidungsgremium.

Laut Satzung² kann die EZB mit Unterstützung der NZBen die zur Erfüllung der Aufgaben des ESZB erforderlichen statistischen Daten – u. a. für die Zwecke der Geldpolitik und der Finanzstabilität – entweder von den zuständigen nationalen Behörden oder unmittelbar von den Wirtschaftssubjekten einholen. Die erhobenen Daten können auch im Bereich der Bankenaufsicht Verwendung finden. Der Rat der Europäischen Union hat den Kreis der gegenüber der EZB berichtspflichtigen natürlichen und juristischen Personen definiert und die anzuwendenden statistischen Grundsätze, die Bestimmungen über die Vertraulichkeit sowie die geeigneten Durchsetzungsregelungen beschlossen.³ Welche Statistiken dann vom ESZB tatsächlich erhoben, erstellt und weitergegeben werden, legt der EZB-Rat fest. Diese finden sich im statistischen Arbeitsprogramm des ESZB wieder, das vom EZB-Rat genehmigt wird und zu dem der Erweiterte Rat der EZB Stellungnahmen abgeben kann. Es handelt sich hier vor allem um Finanz-, aber auch um Wirtschaftsstatistiken, wie z. B. Geld- und Bankenstatistiken (einschließlich der Zinsstatistik), die Banknotenstatistik, die Zahlungsverkehrsstatistik und die Statistik über die Zahlungsverkehrssysteme, die Statistik zur Finanzstabilität, die Zahlungsbilanzstatistik und die Statistik zum Auslandsvermögensstatus.⁴

Unterstützt durch die NZBen sowie den Ausschuss für Statistik des ESZB holt die EZB die statistischen Daten ein.⁵ Anschließend erstellt sie die Statistiken, führt die Qualitätssicherung durch und nimmt deren Veröffentlichung vor, und zwar im Einklang mit den statistischen Grundsätzen der Unparteilichkeit, Objektivität, fachlichen Unabhängigkeit, Kostenwirksamkeit, statistischen Geheimhaltung, Minimierung des Erhebungsaufwands und hohen Zuverlässigkeit des Endprodukts.⁶

¹ Siehe Artikel 282 Absatz 1 AEUV.

² Siehe Artikel 5 des Protokolls (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

³ Siehe Verordnung (EG) Nr. 2533/98 des Rates vom 23. November 1998 über die Erfassung statistischer Daten durch die Europäische Zentralbank (ABl. L 318 vom 27.11.1998, S. 8), geändert durch Verordnung (EG) Nr. 951/2009 des Rates vom 9. Oktober 2009 (ABl. L 269 vom 14.10.2009, S. 1) sowie Verordnung (EU) 2015/373 des Rates vom 5. März 2015 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 2533/98 über die Erfassung statistischer Daten durch die Europäische Zentralbank (ABl. L 64 vom 7.3.2015, S. 6).

⁴ Siehe beispielsweise Artikel 2 Absatz 1 der Verordnung (EG) Nr. 2533/98 des Rates.

⁵ Siehe Artikel 9 Absatz 1 des Beschlusses der Europäischen Zentralbank vom 19. Februar 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/2) (ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 33).

⁶ Die statistischen Grundsätze des ESZB sind in Artikel 3a der Verordnung (EG) Nr. 2533/98 des Rates aufgeführt.

Diese Grundsätze finden sich auch in der öffentlichen Erklärung des ESZB im Hinblick auf die von ihm erstellten Statistiken wieder.⁷

Neben den vom ESZB erstellten europäischen Statistiken bedarf es noch zahlreicher weiterer Statistiken auf europäischer Ebene, um eine Entscheidungsgrundlage für die verschiedenen politischen Maßnahmen der Europäischen Union bilden zu können. Hierzu zählen Wirtschaftsstatistiken, wie der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) oder das Bruttoinlandsprodukt (BIP) und seine Komponenten, sowie Statistiken zu den Themen Bevölkerung und soziale Verhältnisse, Regionen, Industrie, Handel und Dienstleistungen, Verkehr, Landwirtschaft und Fischerei sowie Umwelt und Energie. Diese werden vom ESS, einer durch Sekundärrecht geschaffenen Partnerschaft, erstellt.⁸

Nach den Bestimmungen des AEUV⁹ können das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union gemäß dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren Rechtsakte zur Statistik, die an die Mitgliedstaaten gerichtet sind, beschließen; hierin werden die Statistiken, die vom ESS zu erstellen sind, festgelegt. Das ESS führt zudem die Qualitätssicherung für seine Statistiken durch, und zwar im Einklang mit den Regelungen des AEUV¹⁰, die fachliche Unabhängigkeit, Unparteilichkeit, Objektivität, Zuverlässigkeit, Kostenwirksamkeit und statistische Geheimhaltung vorsehen. Weitere operative Modalitäten zu diesen Grundsätzen finden sich im Verhaltenskodex für europäische Statistiken (Code of Practice) des ESS.¹¹

3 Institutionelle Trennung zwischen ESZB und ESS

Die Unabhängigkeit des ESZB bei der Erstellung seiner Statistiken wird durch seine Satzung wie auch durch die Bestimmungen des AEUV garantiert.¹² Dies wurde kürzlich durch das Europäische Parlament und den Rat der Europäischen Union bekräftigt.¹³

Für die Koordination der statistischen Aufgaben der EZB und der NZBen in ihrer Eigenschaft als Mitglieder des ESZB ist ausschließlich der EZB-Rat als

⁷ Siehe www.ecb.europa.eu/stats/html/pcstats.de.html

⁸ Siehe Verordnung (EG) Nr. 223/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2009 über europäische Statistiken und zur Aufhebung der Verordnung (EG, Euratom) Nr. 1101/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Übermittlung von unter die Geheimhaltungspflicht fallenden Informationen an das Statistische Amt der Europäischen Gemeinschaften, der Verordnung (EG) Nr. 322/97 des Rates über die Gemeinschaftsstatistiken und des Beschlusses 89/382/EWG, Euratom des Rates zur Einsetzung eines Ausschusses für das Statistische Programm der Europäischen Gemeinschaften (ABl. L 87 vom 31.3.2009, S. 164), geändert durch Verordnung (EU) 2015/759 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 223/2009 über europäische Statistiken (ABl. L 123 vom 19.5.2015, S. 90).

⁹ Siehe Artikel 338 Absatz 1 AEUV.

¹⁰ Siehe Artikel 338 Absatz 2 AEUV.

¹¹ Siehe www.destatis.de/DE/Methoden/Qualitaet/Leitlinien/Verhaltenskodex.pdf%3F__blob%3DpublicationFile

¹² Siehe Artikel 130 und Artikel 338 AEUV.

¹³ Siehe Erwägungsgrund 24 der Verordnung (EU) 2015/759.

Entscheidungsgremium des ESZB verantwortlich. Anders formuliert sind die EZB und die NZBen – wenn sie statistische Informationen erheben und europäische Statistiken für die EZB erstellen – nicht Teil des ESS. Obschon die Mitglieder des ESZB nicht an der Erstellung der europäischen Statistiken durch das ESS beteiligt sind, können von den NZBen erhobene Daten unmittelbar oder mittelbar von den nationalen Statistikämtern, anderen nationalen Behörden und der Europäischen Kommission (Eurostat) zur Erstellung von europäischen Statistiken durch das ESS verwendet werden. Analog dazu können die nationalen Statistikämter, obwohl sie nicht zum ESZB zählen, Daten liefern, die in die ESZB-Statistiken einfließen.¹⁴

Die EZB begrüßt die jüngst verabschiedete Verordnung des Europäischen Parlaments und des EU-Rates, durch welche Eurostat und die nationalen Statistikämter als Koordinatoren der Tätigkeiten anderer nationaler Behörden, die Statistiken erstellen, bestärkt werden.¹⁵ Dies trägt dazu bei, die Zuverlässigkeit der vom ESS veröffentlichten europäischen Statistiken zu erhöhen.

4 Enge Zusammenarbeit zwischen ESZB und ESS

Die Mitglieder des ESZB und des ESS müssen eng zusammenarbeiten, um Synergien zu maximieren, die Berichtslast zu verringern und die Erstellung vollständiger und kohärenter europäischer Statistiken zu gewährleisten.¹⁶

Um diese Zusammenarbeit zu erleichtern, wurden die für das ESZB und das ESS geltenden Qualitätsrahmen stark einander angepasst. Die öffentliche Erklärung des ESZB im Hinblick auf die europäischen Statistiken und der Verhaltenskodex für europäische Statistiken des ESS enthalten nahezu identische Grundsätze zur Entwicklung, Erstellung und Weitergabe europäischer Statistiken.

Durch die Vereinheitlichung der Qualitätsrahmen soll gewährleistet werden, dass für beide Sets europäischer Statistiken dieselben Qualitätsstandards gelten. Das ESZB kann volles Vertrauen in die Qualität der vom ESS erstellten Statistiken (z. B. der HVPI oder das BIP und seine Komponenten) haben. Gleichermaßen können das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union sicher sein, dass die Verlässlichkeit der vom ESZB erstellten europäischen Statistiken (z. B. die monetäre Statistik und die Finanz- oder die Zahlungsbilanzstatistik) stets gegeben ist.

Das ESZB arbeitet auch bei der Festlegung neuer statistischer Anforderungen oder der Verbesserung bestehender Statistiken eng mit dem ESS zusammen.

So konsultiert die EZB im Rahmen der vom ESZB durchgeführten Kosten-Nutzen Analysen¹⁷ hinsichtlich der Entwicklung neuer Statistiken die Europäische

¹⁴ Siehe Erwägungsgrund 9 der Verordnung (EG) Nr. 223/2009.

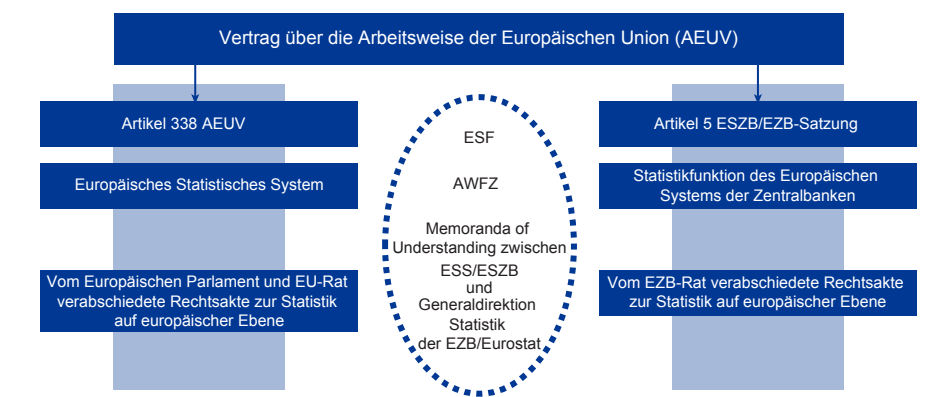
¹⁵ Siehe Artikel 1 Absatz 1 und Absatz 3 der Verordnung (EU) 2015/759.

¹⁶ Siehe Artikel 9 der Verordnung (EG) Nr. 223/2009 und Artikel 2a der Verordnung (EG) Nr. 2533/98.

¹⁷ Siehe EZB, Quality assurance procedures within the ECB statistical function, Abschnitt 2.3, The merits and costs procedure, April 2008, S. 7-8, abrufbar unter www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsqualityassuranceprocedure200804en.pdf?d80c2b00b4b02f1672f239eb4a783af1

Abbildung

Die beiden Grundpfeiler der europäischen Wirtschafts- und Finanzstatistiken



Kommission bezüglich ihrer Nutzerprioritäten. Zudem zieht die EZB die Kommission zu den Entwürfen von EZB-Verordnungen zurate, um widersprüchliche Datenanforderungen seitens der EZB und der Kommission zu vermeiden.¹⁸ Ebenso sollte die EZB zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Union gehört werden – einschließlich delegierter Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte –, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen.¹⁹

Die beiden Statistiksysteeme arbeiten auch im Rahmen des Ausschusses für Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken (AWFZ)²⁰ eng zusammen und halten über das Europäische Statistische Forum (ESF) Kontakt (siehe Abbildung). Der AWFZ setzt sich aus führenden Vertretern der NZBen, der nationalen Statistikämter, der EZB und der Europäischen Kommission (Eurostat) zusammen und wurde 1991 vom Rat der Europäischen Union gegründet; er bietet eine Plattform zur Unterstützung der operationellen Zusammenarbeit zwischen dem ESZB und dem ESS. Dies betrifft vor allem die Statistikbereiche mit gemeinsamer Zuständigkeit, beispielsweise die Erstellung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Zahlungsbilanzstatistik.

Der AWFZ gibt gegenüber der Europäischen Kommission (Eurostat) und der EZB Stellungnahmen zu statistischen Fragen ab, die seinen Zuständigkeitsbereich berühren.²¹ Diese Stellungnahmen tragen dazu bei sicherzustellen, dass die vom ESZB und vom ESS angefertigten Statistiken glaubwürdig, konsistent und zwischen den Mitgliedstaaten vergleichbar sind. Dies gilt hauptsächlich für Hinweise, die sich auf mehrere unterschiedliche, vom ESZB

¹⁸ Siehe Artikel 5 Absatz 2 der Verordnung (EG) Nr. 2533/98.

¹⁹ Siehe Artikel 127 Absatz 4 und Artikel 282 Absatz 5 AEUV.

²⁰ Der AWFZ wurde durch Beschluss des Rates im Jahr 1991 eingesetzt. Der ursprüngliche Beschluss 91/115/EWG des Rates wurde am 13. November 2006 durch Beschluss 2006/856/EG des Rates ersetzt (ABl. L 332 vom 30.11.2006, S. 21).

²¹ Nach Artikel 4 des Beschlusses 2006/856/EG des Rates übt der AWFZ gegenüber der Europäischen Kommission (Eurostat) und der EZB eine beratende Funktion aus: „Der Ausschuss kann auf eigene Initiative Stellungnahmen zu allen Fragen abgeben, die Statistiken betreffen, welche einerseits für die Kommission und die nationalen statistischen Ämter und andererseits für die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken von gemeinsamem Interesse sind. Zur Erfüllung seiner Aufgaben übermittelt der Ausschuss seine Stellungnahme an alle interessierten Parteien.“

und vom ESS erstellte Statistiken beziehen. So muss die statistische Klassifikation von Einheiten in den vom ESZB erstellten finanziellen Konten und in den vom ESS erstellten nichtfinanziellen Konten identisch sein, damit sie besser in eine vollständige vierteljährliche Finanzierungsrechnung eingearbeitet werden können. Diese Sektorkonten bilden die Grundlage für koordinierte Pressemitteilungen von EZB und Eurostat. Darin verdeutlicht sich auf besondere Weise die enge Zusammenarbeit der Statistikstellen der Zentralbanken und der Statistikämter, die im internationalen Vergleich fast beispiellos ist.

Zudem berät der AWFZ die Europäische Kommission (Eurostat) auch im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit in Fällen, die nach Ansicht der Kommission bzw. des betroffenen Mitgliedstaats entweder komplex oder von allgemeinem Interesse sind.²² In solchen Fällen trifft die Europäische Kommission (Eurostat) erst nach Beratungen mit dem AWFZ eine Entscheidung und veröffentlicht diese zusammen mit der Stellungnahme des AWFZ.

Um die Zusammenarbeit der beiden Statistikstellen in strategischer Hinsicht zu fördern, wurde 2013 durch ein Memorandum of Understanding zwischen dem ESS und dem ESZB das ESF gegründet.²³ Das ESF berät beide Pfeiler in Fragen des Inhalts und der Konsistenz der statistischen Arbeitsprogramme, schlägt Verbesserungen bei der Programmkoordination vor und identifiziert künftige Herausforderungen in Bezug auf die europäischen Statistiken sowie Schwerpunkte für die Zusammenarbeit zwischen ESS und ESZB. Um diese enge Kooperation zwischen den beiden wichtigsten Produzenten der europäischen Statistik zu regeln, unterzeichneten Eurostat und die Generaldirektion Statistik der EZB im Jahr 2003 ein Memorandum of Understanding²⁴, nachdem zuvor bereits eine derartige Vereinbarung zwischen dem Europäischen Währungsinstitut und Eurostat geschlossen worden war. Das Ziel war es, Doppelarbeit bei der Erstellung von Statistiken zu vermeiden, widersprüchliche Datenanfragen seitens der EZB und der Europäischen Kommission (Eurostat) zu verhindern und die Verwendung hochwertiger und konsistenter Statistiken durch die Politik und die breite Öffentlichkeit zu fördern.

Die enge Zusammenarbeit ist auch deshalb so wichtig, damit die europäischen Statistiken im Rahmen der weltweiten statistischen Entwicklung ihre Führungsrolle beibehalten. ESZB und ESS hatten großen Einfluss, als es darum ging, die wichtigsten internationalen Statistikstandards²⁵ zu aktualisieren, und stellten sicher, dass diese in allen europäischen Statistiken umgesetzt werden. Infolgedessen wurden die europäischen Wirtschafts- und Finanzstatistiken 2014 in Inhalt und Tiefe deutlich erweitert, was in den nächsten Jahren zu einer schrittweisen Qualitätsverbesserung dieser Statistiken führen wird. Ebenso haben die EZB und

²² Nach Artikel 10 Absatz 2 der Verordnung (EG) Nr. 479/2009 des Rates berät der AWFZ die Europäische Kommission (Eurostat) in Fragen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit.

²³ Siehe Memorandum of Understanding on the cooperation between the Members of the European Statistical System and the Members of the European System of Central Banks vom 24. April 2013.

²⁴ Siehe www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf

²⁵ Beispielsweise das System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (System of National Accounts – SNA 2008), das durch die UN-Statistikkommission eingeführt wurde, und die sechste Auflage des Handbuchs zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des IWF (Balance of Payments and International Investment Position Manual – BPM6).

die Europäische Kommission (Eurostat) aktiv zur Arbeit der Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics beigetragen, die die Reaktion der statistischen Welt auf die Aufforderung der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G-20-Staaten, die im Laufe der Krise zutage getretenen Informationslücken zu schließen (die Data-Gaps-Initiative)²⁶, federführend verantwortet. Parallel dazu entwickelte der IWF das Projekt SDDS Plus, eine neue Initiative mit strengeren Anforderungen an den bestehenden SDDS.²⁷

5 Schlussbemerkungen

Die starke Governance-Struktur des ESZB als ein System im Rahmen des AEUV ist für dessen wichtige Beiträge zu europäischen Statistiken von grundlegender Bedeutung. Die wesentlichen Merkmale dieser Struktur sind: a) die vollständige Unabhängigkeit bei der Erstellung europäischer Statistiken, b) die Fähigkeit, innerhalb des vom Rat der Europäischen Union gesetzten Rahmens Rechtsvorschriften zu erlassen, und c) die zentrale Rolle des EZB-Rats in Bezug auf die Festlegung des Statistikprogramms des ESZB.

Das ESS ist eine durch Sekundärrecht geschaffene Partnerschaft. Die vom ESS erstellten Statistiken basieren auf statistischen Rechtsakten, die vom Europäischen Parlament und dem EU-Rat verabschiedet werden. Aufgrund der Tatsache, dass die Bedeutung von Eurostat und den nationalen Statistikämtern in Bezug auf die Koordinierung der Statistiktätigkeiten anderer nationaler Behörden (ohne NZBen) gestärkt wurde, wird sich die Verlässlichkeit der vom ESS erstellten europäischen Statistiken erhöhen. Während das ESZB und das ESS ihre jeweiligen Statistiken erstellen und veröffentlichen und eine diesbezügliche Qualitätssicherung vornehmen, arbeiten sie im Rahmen des AWFZ und des ESF eng zusammen, um widersprüchliche Statistikanfragen zu vermeiden, die Berichtslast zu verringern und die Konsistenz zwischen den unterschiedlichen Statistikbereichen zu gewährleisten.

Die führende Rolle der europäischen Statistiken bei internationalen Statistikprojekten (z. B. die Data-Gaps-Initiative der G 20 und der SDDS Plus des IWF) ist hauptsächlich dieser engen Zusammenarbeit von ESZB und ESS zu verdanken, durch die auch die Vergleichbarkeit wichtiger Wirtschafts- und Finanzindikatoren für die Europäische Union mit jenen für andere wichtige Wirtschaftsräume gewährleistet wird.

²⁶ Die zweite Phase der Data-Gaps-Initiative der G 20, die im von Experten des IWF und vom FSB-Sekretariat erstellten „Sixth Progress Report on the Implementation of the G20 Data Gaps Initiative“ dargelegt und von der Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics (IAG) unterstützt wird, wurde von den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten der G-20-Staaten am 4.-5. September 2015 beschlossen, wie aus nachfolgendem Kommuniqué hervorgeht: <https://g20.org/wp-content/uploads/2015/09/September-FMCBG-Communiqué.pdf>

²⁷ Der SDDS wurde vom IWF mit dem Zweck ins Leben gerufen, den Mitgliedern, die Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben oder diesen anstreben, in Bezug auf die öffentliche Bereitstellung ihrer Wirtschafts- und Finanzdaten eine Orientierungshilfe zu bieten.

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet ²⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Nahrungsmittel und Energie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,2	1,2	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,1	1,5	2,2	1,6	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,4	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q4	0,8	0,5	0,8	0,3	1,7	0,4	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2015 Q1	0,7	0,2	0,4	1,1	1,3	0,5	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	0,7	1,0	0,7	-0,3	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
Q3	.	.	.	.	1,8	.	.	.	0,1	0,0	.	1,7	0,1
2015 April	-	-	-	-	-	-	0,4	1,6	-0,2	-0,1	0,6	1,5	0,0
Mai	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,0	0,1	0,5	1,2	0,3
Juni	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,1	0,0	0,4	1,4	0,2
Juli	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,1	0,3	1,6	0,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	0,2	0,0	0,2	2,0	0,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	.	.	0,0	-0,1	.	1,6	-0,1

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) 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
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,7	2,5	4,4
2013	53,3	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,2	-0,2	5,2
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,5	3,5	3,5
2014 Q4	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,4	53,6	50,4	1,5	1,8	1,4
2015 Q1	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,6	1,7	-5,0
Q2	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-0,5	-1,3	0,0
Q3	53,1	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,6	.	.	.
2015 April	54,1	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,0	55,1	49,1	-1,8	0,9	-3,3
Mai	53,4	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,2	54,0	48,7	-1,7	-0,3	-2,6
Juni	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-0,5	-1,3	0,0
Juli	53,4	55,7	56,7	51,5	50,2	53,9	50,9	54,2	49,1	0,0	-1,5	0,9
Aug.	53,5	55,7	55,2	52,9	48,8	54,3	50,0	54,6	48,8	.	.	.
Sept.	52,4	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	50,0	53,2	48,0	.	.	.

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

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

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
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 März	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
April	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
Mai	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
Juni	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Juli	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Aug.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
Sept.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08

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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
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 März	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
April	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
Mai	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
Juni	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Juli	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
Aug.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
Sept.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76

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
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
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 März	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6
April	383,3	3 733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2 094,9	19 767,9
Mai	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2
Juni	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8
Juli	366,3	3 545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2 094,1	20 372,6
Aug.	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1
Sept.	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2

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				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾				
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 Sept.	0,21	0,95	1,17	1,70	7,37	17,06	5,35	6,67	6,99	2,94	2,49	2,69	2,61	2,82	2,88	2,66
Okt.	0,20	0,94	1,09	1,65	7,20	16,96	5,38	6,59	6,98	2,89	2,42	2,63	2,54	2,78	2,81	2,60
Nov.	0,20	0,91	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53
Dez.	0,20	0,89	0,96	1,58	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,42	2,52	2,53	2,68	2,76	2,49
2015 Jan.	0,19	0,86	1,01	1,94	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,30	2,55	2,43	2,44	2,68	2,40
Febr.	0,18	0,84	0,97	1,51	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,07	2,47	2,32	2,49	2,58	2,37
März	0,17	0,82	0,89	1,37	7,13	17,05	5,16	6,16	6,49	2,72	2,11	2,45	2,29	2,41	2,55	2,30
April	0,16	0,79	0,87	1,15	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,24
Mai	0,16	0,82	0,83	1,08	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,09	2,29	2,45	2,17
Juni	0,15	0,78	0,77	1,18	6,97	17,02	4,88	6,14	6,45	2,59	2,02	2,25	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	6,50	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
Aug. ^(p)	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,29	6,30	6,62	2,60	2,11	2,28	2,30	2,35	2,60	2,26

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			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	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	
2014 Sept.	0,26	0,51	1,46	3,72	4,01	4,03	3,53	2,46	3,01	2,77	1,83	2,38	2,42	2,68
Okt.	0,25	0,50	1,37	3,64	4,00	3,94	3,53	2,43	2,90	2,71	1,75	2,25	2,46	2,60
Nov.	0,25	0,44	1,16	3,57	3,82	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
Dez.	0,24	0,43	1,26	3,49	3,68	3,75	3,26	2,34	2,78	2,50	1,72	2,16	2,13	2,46
2015 Jan.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,98	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46
Febr.	0,22	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,12	2,24	2,71	2,39	1,51	1,99	2,14	2,37
März	0,21	0,32	1,07	3,39	3,45	3,65	3,13	2,16	2,67	2,33	1,61	2,11	2,02	2,36
April	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,61	1,93	2,03	2,33
Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,96	2,15	2,46	2,23	1,57	1,85	2,04	2,27
Juni	0,18	0,31	1,10	3,25	3,19	3,48	2,91	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,04	2,26
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	2,19
Aug. ^(p)	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,16

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															
2012	1 426	581	146	-	75	558	66	703	491	37	-	52	103	21	
2013	1 247	477	122	-	67	529	53	508	314	30	-	44	99	21	
2014	1 311	545	119	-	59	538	50	410	219	33	-	39	93	25	
2015 März	1 415	604	132	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42	
April	1 408	600	132	-	80	533	62	350	158	38	-	38	82	35	
Mai	1 393	591	132	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33	
Juni	1 325	560	118	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32	
Juli	1 328	560	113	-	81	520	54	340	145	34	-	39	91	31	
Aug.	1 329	558	117	-	79	515	59	296	139	27	-	22	79	29	
Langfristig															
2012	15 205	4 814	3 166	-	842	5 758	624	255	98	45	-	16	84	12	
2013	15 109	4 405	3 087	-	921	6 069	627	222	70	39	-	16	89	9	
2014	15 134	4 048	3 164	-	993	6 286	643	221	66	43	-	16	85	10	
2015 März	15 366	4 026	3 263	-	1 033	6 399	644	282	81	62	-	17	112	10	
April	15 292	4 000	3 229	-	1 033	6 389	641	225	70	38	-	21	87	10	
Mai	15 372	3 982	3 252	-	1 036	6 462	640	189	50	44	-	6	85	4	
Juni	15 357	3 938	3 268	-	1 031	6 485	634	207	69	33	-	13	87	5	
Juli	15 319	3 917	3 289	-	1 040	6 437	636	224	79	42	-	10	83	10	
Aug.	15 265	3 895	3 249	-	1 040	6 444	637	113	42	20	-	4	44	4	

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											
2012	16 631,5	5 395,8	3 312,1	.	917,0	6 316,2	690,4	4 600,5	404,7	617,9	3 577,9
2013	16 355,9	4 881,7	3 208,7	.	987,9	6 597,8	679,8	5 649,1	569,1	751,0	4 329,0
2014	16 444,6	4 593,2	3 282,6	.	1 052,0	6 823,7	693,0	5 961,7	591,1	790,2	4 580,4
2015 März	16 781,2	4 630,4	3 394,9	.	1 104,2	6 941,6	710,1	7 067,5	688,8	935,6	5 443,1
April	16 700,0	4 600,2	3 361,2	.	1 113,0	6 921,8	703,6	6 971,2	683,9	909,2	5 378,1
Mai	16 765,5	4 572,2	3 383,9	.	1 115,7	6 994,0	699,7	6 994,1	675,5	902,4	5 416,3
Juni	16 682,2	4 498,3	3 386,1	.	1 105,9	7 001,4	690,5	6 813,1	664,3	880,5	5 268,3
Juli	16 646,6	4 476,6	3 401,9	.	1 121,2	6 956,9	690,0	7 113,7	695,0	914,7	5 504,0
Aug.	16 594,0	4 452,7	3 366,7	.	1 118,7	6 959,8	696,1	6 575,9	630,6	849,8	5 095,5
Wachstumsraten											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,6	-7,7	0,3	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 März	-0,1	-7,0	2,6	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8
April	-0,2	-6,7	2,3	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
Mai	-0,7	-7,1	0,7	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
Juni	-1,0	-7,6	1,3	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7
Juli	-1,2	-7,4	0,5	.	4,4	1,5	-0,6	1,0	3,3	0,3	0,9
Aug.	-0,9	-7,2	0,5	.	4,5	1,8	-0,2	1,0	3,3	0,5	0,8

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	
2012	97,6	95,0	93,3	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5	
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6	
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1	
2014 Q4	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5	
2015 Q1	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3	
Q2	91,2	87,5	88,2	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3	
Q3	92,7	88,7	89,8	-	-	-	107,6	88,6	
2015 April	89,7	86,1	86,9	-	-	-	102,4	84,8	
Mai	91,6	87,9	88,6	-	-	-	104,7	86,6	
Juni	92,3	88,5	89,1	-	-	-	106,0	87,6	
Juli	91,3	87,5	88,2	-	-	-	105,1	86,7	
Aug.	93,0	89,0	90,2	-	-	-	108,1	89,0	
Sept.	93,8	89,6	91,2	-	-	-	109,6	90,2	
			<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>						
2015 Sept.	0,8	0,7	1,0	-	-	-	1,5	1,3	
			<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>						
2015 Sept.	-6,1	-6,5	-4,1	-	-	-	-2,3	-4,0	

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-19-Gruppe von Handelspartnern verfügbar.

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
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
2014 Q4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 Q1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
Q2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
Q3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
2015 April	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
Mai	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
Juni	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
Juli	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
Aug.	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
Sept.	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
			<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>									
2015 Sept.	1,2	0,4	0,2	0,0	0,5	-1,7	0,5	2,4	0,0	-1,3	1,3	0,7
			<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2015 Sept.	-9,8	-0,5	-1,8	0,2	0,0	-2,6	0,7	-7,6	0,3	2,2	-9,6	-13,0

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2014 Q3	19 133,3	20 292,0	-1 158,8	7 740,1	5 925,7	6 234,5	9 565,8	-54,8	4 616,4	4 800,5	597,0	11 849,1
Q4	19 871,7	20 989,4	-1 117,7	8 249,4	6 410,5	6 467,3	9 823,6	-43,1	4 585,7	4 755,3	612,3	12 038,7
2015 Q1	21 840,3	22 833,9	-993,6	8 952,8	6 623,5	7 225,1	11 054,9	-69,3	5 041,3	5 155,5	690,4	12 995,0
Q2	21 378,9	22 271,8	-892,9	8 804,9	6 673,7	7 102,3	10 627,9	-22,3	4 835,5	4 970,2	658,5	12 649,4
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2015 Q2	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
Transaktionen												
2014 Q3	210,9	103,1	107,8	75,4	66,3	98,0	-16,4	17,8	21,1	53,2	-1,4	-
Q4	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 Q1	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
Q2	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
2015 März	143,8	34,6	109,3	111,3	19,9	50,1	69,4	8,4	-26,2	-54,7	0,3	-
April	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
Mai	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
Juni	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
Juli	58,1	12,3	45,8	23,0	-7,2	-3,2	-66,1	10,5	34,8	85,6	-7,0	-
Aug.	-6,1	-10,1	3,9	-0,3	-3,2	9,2	-20,6	-7,2	-9,2	13,7	1,4	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2015 Aug.	789,2	535,8	253,5	399,8	301,5	427,8	145,1	53,2	-90,1	89,2	-1,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2015 Aug.	7,7	5,2	2,5	3,9	2,9	4,2	1,4	0,5	-0,9	0,9	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			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- veränderungen	Zusam- men	Exporte	Importe	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungsinsti- titionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2012	9 849,1	9 581,8	5 540,2	2 066,8	1 984,8	1 033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4 294,4	4 027,0
2013	9 952,8	9 610,6	5 566,2	2 096,3	1 943,1	1 004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4 369,8	4 027,7
2014	10 126,9	9 738,9	5 643,0	2 130,5	1 976,6	1 007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4 511,3	4 123,3
2014 Q3	2 537,6	2 439,2	1 413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1 139,0	1 040,6
Q4	2 552,8	2 446,4	1 422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1 149,3	1 042,9
2015 Q1	2 575,9	2 462,4	1 424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1 159,6	1 046,0
Q2	2 593,9	2 473,0	1 437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1 188,1	1 067,2
<i>In % des BIP</i>												
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2014 Q3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,3	-0,1	1,0	0,6	-	-	1,5	1,7
Q4	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	-	-	0,9	0,9
2015 Q1	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	-	-	1,0	1,5
Q2	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-	-	1,6	1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	-	-	2,7	-0,8
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	-	-	3,9	4,2
2014 Q3	0,8	0,5	1,0	0,8	0,7	-1,8	3,9	2,5	-	-	4,3	4,0
Q4	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	-	-	4,3	4,8
2015 Q1	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	-	-	4,8	5,5
Q2	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	-	-	5,2	5,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2014 Q3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
Q4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2015 Q1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-	-
Q2	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	-	-
2014 Q3	0,8	0,5	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,3	0,2	-	-
Q4	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2015 Q1	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
Q2	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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 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
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2012	8 854,7	148,7	1 733,6	466,7	1 674,8	410,7	441,3	1 016,3	929,8	1 719,3	313,4	994,4
2013	8 945,3	152,9	1 737,8	457,3	1 690,3	414,0	443,2	1 035,0	945,1	1 751,1	318,7	1 007,5
2014	9 090,7	146,6	1 761,7	458,2	1 716,5	418,3	455,0	1 055,9	968,1	1 785,4	324,9	1 036,2
2014 Q3	2 278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
Q4	2 290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 Q1	2 316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
Q2	2 328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
In % der Wertschöpfung												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2014 Q3	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
Q4	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 Q1	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
Q2	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 Q3	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
Q4	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 Q1	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
Q2	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 Q1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
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	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 Q3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 Q1	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	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 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	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 Q3	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
Q4	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 Q1	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
Q2	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 Q3	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
Q4	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 Q1	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
Q2	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 Q3	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
Q4	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 Q1	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
Q2	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	4,0	18,188	11,4	5,2	14,632	10,1	3,556	23,6	9,758	11,3	8,430	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,231	12,0	5,9	15,638	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,924	12,1	1,5
2014	160,308	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,919	11,5	8,706	11,8	1,7
2014 Q3	160,455	4,4	18,541	11,6	5,9	15,144	10,4	3,397	23,6	9,816	11,3	8,725	11,8	1,6
Q4	160,956	4,6	18,403	11,5	6,1	15,082	10,3	3,321	23,2	9,755	11,3	8,648	11,7	1,8
2015 Q1	160,089	4,7	17,990	11,2	5,9	14,750	10,1	3,240	22,7	9,570	11,1	8,419	11,4	1,7
Q2	160,446	4,6	17,789	11,1	5,7	14,592	10,0	3,198	22,5	9,454	10,9	8,335	11,2	1,7
2015 März	-	-	17,922	11,2	-	14,689	10,0	3,233	22,7	9,535	11,0	8,387	11,3	-
April	-	-	17,804	11,1	-	14,585	10,0	3,220	22,5	9,452	10,9	8,352	11,3	-
Mai	-	-	17,766	11,1	-	14,583	10,0	3,183	22,5	9,470	11,0	8,296	11,2	-
Juni	-	-	17,797	11,1	-	14,607	10,0	3,190	22,6	9,440	10,9	8,357	11,3	-
Juli	-	-	17,604	11,0	-	14,488	9,9	3,116	22,2	9,337	10,8	8,267	11,2	-
Aug.	-	-	17,602	11,0	-	14,471	9,9	3,131	22,3	9,306	10,8	8,296	11,2	-

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							Insgesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	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 %													
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,7	1,7	1,1	1,7	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,7
2014 Q4	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,6
2015 Q1	1,6	1,2	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,5	1,1	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0
Q2	1,3	1,7	0,9	2,8	0,9	-1,1	-0,6	4,9	2,3	1,3	3,2	2,6	6,9
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,4
2015 April	0,8	0,9	-0,1	2,2	-0,1	0,7	-1,1	2,9	2,4	1,4	3,2	2,8	6,4
Mai	1,6	2,3	2,0	4,0	0,4	-3,6	0,3	4,3	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
Juni	1,5	1,8	0,6	2,2	2,4	-0,3	-1,1	7,5	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
Juli	1,7	1,5	0,0	1,7	2,8	3,9	-0,3	3,7	3,0	2,1	3,5	3,1	9,9
Aug.	0,9	1,2	-0,6	2,8	1,1	-1,6	-6,0	.	2,3	2,5	2,0	3,6	8,3
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2015 April	0,0	0,3	0,0	0,5	-0,4	-1,3	-0,4	2,0	0,4	1,0	0,1	0,7	0,8
Mai	-0,2	0,1	0,2	1,1	-0,4	-2,6	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
Juni	-0,3	-0,8	-0,4	-1,5	-0,5	2,9	-1,1	2,5	0,0	-0,5	0,2	0,5	1,6
Juli	0,8	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,1	0,4	-0,9	0,6	0,4	0,5	0,3	2,1
Aug.	-0,5	-0,3	0,2	-1,0	-0,2	-3,0	-0,2	.	0,0	0,8	-0,3	1,8	-0,8
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,8

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	100,2	-6,1	80,9	-12,8	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,0	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,7	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,1	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 Q4	100,8	-4,5	80,8	-11,3	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 Q1	102,6	-4,0	81,1	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
Q2	103,7	-3,2	81,1	-5,3	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
Q3	104,6	-2,9	.	-7,1	-23,3	2,9	10,5	.	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 April	103,8	-3,2	81,2	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,5	52,0	53,4	54,1	53,9
Mai	103,8	-3,0	-	-5,6	-25,0	1,5	7,9	-	52,2	53,3	53,8	53,6
Juni	103,5	-3,4	-	-5,6	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Juli	104,0	-2,9	81,1	-7,2	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Aug.	104,1	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
Sept.	105,6	-2,2	-	-7,1	-23,3	4,1	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	12,5	97,4	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	134,4	1,6	-6,7	1,2
2013	12,8	96,0	-0,4	1,5	-4,1	0,4	-2,2	32,1	3,1	132,5	2,5	-1,0	1,3
2014	12,7	95,1	0,7	1,7	1,0	2,3	0,7	32,6	4,0	134,0	1,8	3,5	0,9
2014 Q3	12,8	95,0	1,3	1,7	-0,9	2,7	0,4	32,1	3,4	132,7	2,1	3,0	1,0
Q4	12,7	95,1	0,9	1,7	1,0	2,3	0,7	32,6	4,0	134,3	1,8	2,1	0,9
2015 Q1	12,7	94,7	1,9	1,9	-0,3	3,8	1,3	32,7	4,2	136,2	2,6	2,1	1,5
Q2	12,7	.	2,0	1,7	-0,2	.	.	33,3	4,9	136,2	3,2	6,0	1,6

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	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 Q3	854,3	788,0	66,3	494,2	432,4	177,1	158,2	159,0	142,4	24,0	55,0	6,7	3,0
Q4	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 Q1	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
Q2	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
2015 März	297,1	272,8	24,3	172,4	151,2	62,1	57,9	54,1	44,0	8,6	19,8	3,6	2,4
April	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
Mai	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
Juni	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
Juli	295,6	270,0	25,6	174,3	146,0	61,9	58,1	51,0	46,5	8,3	19,4	3,2	1,6
Aug.	285,9	268,1	17,7	164,3	143,1	62,3	58,0	50,0	46,3	9,2	20,7	3,2	1,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2015 Aug.	3 503,4	3 200,7	302,7	2 055,0	1 746,8	733,1	673,5	613,0	543,6	102,2	236,9	39,3	54,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2015 Aug.	34,1	31,2	3,0	20,0	17,0	7,1	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q3	3,0	0,6	486,6	236,1	97,3	139,6	398,1	440,6	270,2	62,2	101,7	288,3	73,8
Q4	4,6	0,2	498,8	237,5	102,8	145,2	409,7	436,4	260,5	63,7	103,2	293,9	66,1
2015 Q1	5,1	1,8	504,0	240,7	104,2	148,6	420,3	445,1	259,0	70,2	109,1	314,0	58,1
Q2	8,0	3,8	517,3	243,3	105,5	154,2	430,6	453,0	265,0	69,4	111,1	315,7	56,9
2015 März	11,1	9,5	171,6	81,7	34,9	51,3	143,3	154,2	89,9	24,4	37,7	108,9	20,1
April	8,8	4,9	173,5	81,8	35,6	51,4	144,1	151,8	89,1	23,8	36,5	105,5	19,2
Mai	2,7	0,0	170,7	80,7	34,5	51,0	141,3	149,7	86,8	22,6	36,9	103,3	18,8
Juni	12,5	6,6	173,1	80,8	35,5	51,9	145,2	151,4	89,0	23,0	37,7	106,9	18,9
Juli	6,6	0,6	171,7	79,3	35,0	52,5	142,9	149,3	85,7	23,0	37,5	105,4	17,9
Aug.	5,5	3,0	169,5	.	.	.	139,8	149,7	.	.	.	103,8	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q3	1,1	2,5	114,6	112,7	114,8	116,4	114,7	101,9	101,4	101,7	103,7	105,1	89,4
Q4	3,1	2,1	117,4	113,7	119,9	121,1	117,0	102,3	102,0	99,2	102,8	104,3	97,3
2015 Q1	2,6	5,1	117,2	114,7	119,1	122,1	117,8	105,5	105,8	104,6	105,4	108,0	110,6
Q2	3,1	2,2	117,4	113,8	118,7	121,7	118,1	103,5	103,7	100,1	105,0	106,2	93,8
2015 Febr.	1,6	4,9	117,6	115,2	120,8	122,1	118,8	105,1	105,7	105,7	104,3	108,1	108,3
März	7,1	10,7	118,3	115,8	118,3	124,3	119,3	107,2	107,6	104,9	108,3	110,6	106,5
April	3,4	2,9	118,4	114,7	120,0	122,6	118,7	104,1	104,7	102,8	103,5	106,1	98,1
Mai	-2,5	-2,4	116,0	112,9	116,7	120,2	116,1	102,2	101,1	98,8	104,3	104,4	90,2
Juni	8,2	6,0	117,9	113,8	119,5	122,2	119,4	104,1	105,3	98,7	107,1	108,2	93,1
Juli	3,1	1,5	117,5	112,2	118,0	124,9	117,9	104,7	103,5	102,4	107,3	107,7	94,1

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)							Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2005 =100	Insgesamt	Waren	Dienstleistungen		Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,4	0,0	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2015 Q1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,5	0,1	-4,2	0,2	-0,5	1,2	
Q2	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
Q3	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8	
2015 April	118,2	0,0	0,6	-0,7	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,9	
Mai	118,5	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,9	0,3	0,3	1,0	
Juni	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,9	
Juli	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9	
Aug.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	-0,1	-2,2	0,1	0,0	0,9	
Sept.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	-0,1	-1,7	0,0	-0,2	0,7	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2015)	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	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
2014 Q4	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2015 Q1	0,3	0,5	0,1	-2,3	-0,1	-7,7	1,3	1,3	1,4	-1,9	1,3	1,2
Q2	1,1	0,7	1,8	-1,4	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	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
2015 April	1,0	0,7	1,3	-1,6	0,1	-5,8	1,2	1,3	0,7	-1,2	1,2	1,2
Mai	1,2	0,6	2,1	-1,2	0,2	-4,8	1,2	1,2	1,6	-0,8	1,8	1,3
Juni	1,1	0,7	1,9	-1,3	0,3	-5,1	1,2	1,2	1,2	-0,8	1,3	1,1
Juli	0,9	0,6	1,4	-1,3	0,4	-5,6	1,2	1,1	1,5	-0,7	1,6	1,0
Aug.	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
Sept.	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1

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 Verarbei- tendes Gewerbe	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie				
			Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,1
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,1
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1
2014 Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7
Q4	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,4
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5
Q2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,5	0,4	1,0	3,2
2015 März	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,3	-6,8	-	-	-
April	104,8	-2,1	-1,7	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-
Mai	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,9	-1,3	-0,1	-6,2	-	-	-
Juni	104,9	-2,1	-1,7	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,8	-	-	-
Juli	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	-	-	-
Aug.	103,8	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,1	-8,2	-	-	-

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q4	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
Q3	-	-	-	-	-	-	-	-	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 April	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	58,9	-0,2	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei 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	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 Q4	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 Q1	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
Q2	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
Q3	-1,8	1,1	2,4	-13,1	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 April	-2,7	2,8	2,3	-17,7	-2,0	52,4	53,6	50,1	48,9
Mai	-0,6	2,4	2,6	-13,7	-0,6	56,0	55,4	50,0	49,3
Juni	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
Juli	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
Aug.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Sept.	-3,3	-0,6	2,9	-12,2	-1,4	44,6	53,5	48,7	50,4

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2					
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte		Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	7	8	9	10	11			
Bestände												
2012	863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 781,0
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,8	86,5	624,3	9 830,0
2014	967,3	4 949,1	5 916,4	1 605,0	2 129,6	3 734,5	9 650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10 304,8
2014 Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,0	68,8	610,2	10 087,7
Q4	967,3	4 949,1	5 916,4	1 605,0	2 129,6	3 734,5	9 650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10 304,8
2015 Q1	993,7	5 173,7	6 167,4	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10 489,2
Q2	1 015,0	5 303,2	6 318,2	1 478,8	2 162,1	3 640,9	9 959,0	91,1	438,0	97,1	626,1	10 585,2
2015 März	993,7	5 173,7	6 167,4	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10 489,2
April	1 003,3	5 189,9	6 193,2	1 518,9	2 151,1	3 670,0	9 863,2	129,5	451,7	103,5	684,7	10 547,9
Mai	1 006,7	5 264,9	6 271,6	1 486,1	2 157,2	3 643,3	9 914,9	111,7	442,9	92,7	647,3	10 562,2
Juni	1 015,0	5 303,2	6 318,2	1 478,8	2 162,1	3 640,9	9 959,0	91,1	438,0	97,1	626,1	10 585,2
Juli	1 021,1	5 380,9	6 402,0	1 469,8	2 162,9	3 632,7	10 034,7	105,6	456,2	85,3	647,1	10 681,8
Aug. ^(p)	1 025,6	5 381,4	6 407,1	1 460,7	2 167,1	3 627,8	10 034,8	102,4	439,7	82,2	624,2	10 659,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,6	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,2	428,1	-91,9	3,6	-88,3	339,8	0,8	10,7	12,5	24,0	363,7
2014 Q3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
Q4	19,1	125,9	145,1	-40,9	-9,0	-50,0	95,1	-0,5	11,2	18,4	29,1	124,2
2015 Q1	25,2	188,7	213,9	-63,3	4,8	-58,5	155,4	2,3	4,9	-8,7	-1,6	153,9
Q2	21,3	151,6	172,8	-49,1	15,0	-34,1	138,7	-34,3	1,5	1,9	-30,9	107,9
2015 März	1,3	59,8	61,1	-8,9	10,4	1,5	62,6	-7,0	-6,6	-13,2	-26,8	35,8
April	9,6	37,7	47,4	-8,5	4,0	-4,5	42,8	4,1	15,3	7,5	26,9	69,7
Mai	3,4	70,9	74,3	-34,1	6,0	-28,1	46,2	-18,0	-8,8	-11,1	-37,9	8,3
Juni	8,2	43,0	51,2	-6,5	5,0	-1,5	49,7	-20,4	-4,9	5,4	-19,9	29,8
Juli	6,1	73,7	79,8	-14,1	0,9	-13,2	66,6	14,3	18,3	-11,5	21,0	87,6
Aug. ^(p)	4,5	6,0	10,5	-7,5	4,2	-3,2	7,3	-2,9	-4,4	-3,9	-11,1	-3,9
Wachstumsraten												
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2014 Q3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
Q4	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2015 Q1	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
Q2	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,2	0,5	4,9
2015 März	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
April	8,2	11,0	10,5	-8,0	0,5	-3,3	4,9	6,2	9,2	40,0	11,6	5,3
Mai	8,3	11,8	11,2	-10,3	0,7	-4,1	5,0	-9,5	7,7	15,1	4,7	5,0
Juni	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,2	0,5	4,9
Juli	8,9	12,8	12,2	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,2	7,9	18,5	2,7	5,3
Aug. ^(p)	8,6	11,9	11,4	-11,3	0,8	-4,5	5,1	-21,3	8,0	6,4	1,1	4,8

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 813,6	1 329,4	368,3	96,5	19,5	5 556,9	2 753,4	810,7	1 989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2014 Q3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Q4	1 813,6	1 329,4	368,3	96,5	19,5	5 556,9	2 753,4	810,7	1 989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2015 Q1	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
Q2	1 852,0	1 407,2	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,6	228,6	339,6
2015 März	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
April	1 844,5	1 387,5	333,3	112,8	10,9	5 611,5	2 859,2	756,7	1 991,9	3,7	959,3	229,8	344,3
Mai	1 852,0	1 403,6	324,3	111,9	12,2	5 624,4	2 878,1	745,8	1 996,7	3,8	966,4	230,7	346,4
Juni	1 852,0	1 407,2	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,6	228,6	339,6
Juli	1 889,6	1 440,5	323,3	113,0	12,7	5 667,4	2 945,3	721,2	1 997,7	3,2	981,1	233,7	347,4
Aug. ^(p)	1 888,9	1 441,5	325,7	113,7	8,1	5 674,7	2 957,6	714,4	1 999,5	3,1	969,1	225,3	353,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,2	-25,4	1,4	2,5	140,4	209,1	-65,6	-1,4	-1,7	46,4	6,3	20,9
2014 Q3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
Q4	7,1	16,3	-12,1	-1,2	4,0	26,0	67,7	-33,0	-6,6	-2,0	56,4	-8,2	-5,7
2015 Q1	29,6	49,1	-17,2	2,5	-4,9	39,1	81,4	-43,3	-0,1	1,1	50,5	4,6	8,6
Q2	8,8	29,4	-19,0	1,0	-2,6	52,9	71,6	-27,2	9,6	-1,1	16,9	3,9	0,7
2015 März	-9,0	-3,9	-8,0	2,0	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,3	-10,7
April	1,6	10,0	-6,3	1,9	-3,9	14,9	18,9	-5,0	1,3	-0,3	10,2	5,1	5,4
Mai	5,2	14,4	-9,5	-0,9	1,2	12,0	18,3	-11,2	4,7	0,2	4,8	0,7	2,0
Juni	2,0	5,0	-3,2	0,0	0,1	25,9	34,4	-11,1	3,6	-1,1	1,8	-1,9	-6,7
Juli	33,6	31,6	0,4	1,1	0,5	17,1	33,1	-13,9	-2,6	0,4	13,3	4,8	6,0
Aug. ^(p)	2,3	3,1	3,0	0,7	-4,6	8,4	13,1	-6,5	1,9	-0,1	-8,9	-8,2	6,3
Wachstumsraten													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2014 Q3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Q4	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2015 Q1	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
Q2	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
2015 März	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
April	4,4	9,9	-11,4	5,5	-37,8	2,9	10,0	-11,4	0,1	-35,3	15,6	1,5	7,5
Mai	4,4	10,4	-13,9	4,5	-24,1	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,3	13,4	1,8	8,5
Juni	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
Juli	5,5	11,7	-14,2	4,6	-11,3	3,1	11,2	-15,1	0,1	-35,4	14,5	-1,6	5,7
Aug. ^(p)	4,8	10,8	-13,0	4,9	-49,1	2,9	10,8	-15,3	0,2	-36,9	14,1	-5,5	5,7

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	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												
2012	3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	11 265,4	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013	3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	10 932,0	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014	3 609,7	1 131,7	2 478,0	12 562,6	10 512,2	10 921,5	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8
2014 Q3	3 508,9	1 102,2	2 406,7	12 561,8	10 444,8	10 861,4	4 288,1	5 194,6	858,8	103,3	1 307,0	810,1
Q4	3 609,7	1 131,7	2 478,0	12 562,6	10 512,2	10 921,5	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8
2015 Q1	3 672,1	1 153,4	2 518,7	12 676,3	10 613,9	11 007,5	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 275,1	787,3
Q2	3 676,4	1 137,6	2 538,8	12 632,3	10 590,4	10 984,1	4 291,8	5 257,2	905,0	136,5	1 251,5	790,3
2015 März	3 672,1	1 153,4	2 518,7	12 676,3	10 613,9	11 007,5	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 275,1	787,3
April	3 698,3	1 151,6	2 546,7	12 658,1	10 610,4	11 003,5	4 303,9	5 236,3	933,1	137,1	1 266,0	781,7
Mai	3 692,2	1 144,0	2 548,2	12 665,6	10 611,2	11 005,4	4 300,4	5 243,4	923,2	144,2	1 263,3	791,0
Juni	3 676,4	1 137,6	2 538,8	12 632,3	10 590,4	10 984,1	4 291,8	5 257,2	905,0	136,5	1 251,5	790,3
Juli	3 726,0	1 131,5	2 594,5	12 716,2	10 610,0	11 009,9	4 300,4	5 261,3	916,8	131,5	1 299,7	806,5
Aug. ^(p)	3 765,0	1 131,9	2 633,0	12 710,9	10 604,9	11 006,4	4 294,0	5 267,2	915,1	128,6	1 310,4	795,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-53,0	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-267,5	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	73,6	16,3	57,3	-106,5	-50,7	-32,0	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	34,2
2014 Q3	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-17,4	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
Q4	47,5	12,8	34,7	2,0	22,8	14,3	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,9
2015 Q1	36,5	21,5	15,0	36,5	45,8	27,4	8,3	20,1	11,5	6,0	-2,1	-7,2
Q2	53,4	-15,4	68,8	-7,3	4,0	1,0	1,2	29,7	-28,9	2,0	-18,4	7,1
2015 März	25,3	5,4	19,9	16,0	21,5	10,8	-3,0	12,9	14,2	-2,6	0,9	-6,4
April	37,2	-1,5	38,7	0,1	12,5	13,4	2,2	7,1	0,6	2,7	-6,8	-5,6
Mai	6,8	-7,8	14,6	3,3	-1,7	1,4	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-2,8	7,8
Juni	9,5	-6,0	15,5	-10,7	-6,8	-13,8	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-8,8	4,9
Juli	31,1	-5,0	36,1	79,1	21,3	29,8	8,9	5,3	12,1	-5,0	46,9	10,9
Aug. ^(p)	48,1	0,4	47,7	21,3	6,9	8,8	-0,6	9,0	1,3	-2,9	14,7	-0,3
Wachstumsraten												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,3
2014 Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-1,0	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8
Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,3
2015 Q1	2,8	2,0	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9
Q2	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-5,4	2,6
2015 März	2,8	2,0	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9
April	3,8	2,4	4,5	0,0	0,1	0,2	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,7
Mai	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-4,9	3,7
Juni	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-5,4	2,6
Juli	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,7	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,1	3,0
Aug. ^(p)	6,3	1,0	8,7	1,0	1,0	0,8	0,4	1,4	0,3	12,5	-0,4	3,0

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	3				4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2012	4 544,6	4 606,1	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	5 578,5	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	4 408,8	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	5 545,7	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 280,3	4 337,6	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	5 544,6	563,3	3 860,1	776,0
2014 Q3	4 288,1	4 346,8	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	5 544,8	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 280,3	4 337,6	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	5 544,6	563,3	3 860,1	776,0
2015 Q1	4 310,1	4 365,7	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	5 569,6	567,9	3 890,4	775,4
Q2	4 291,8	4 348,1	1 084,5	744,4	2 462,9	5 257,2	5 589,6	578,5	3 907,6	771,1
2015 März	4 310,1	4 365,7	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	5 569,6	567,9	3 890,4	775,4
April	4 303,9	4 358,8	1 090,4	738,0	2 475,5	5 236,3	5 573,8	566,9	3 894,8	774,6
Mai	4 300,4	4 356,5	1 085,2	742,7	2 472,5	5 243,4	5 577,6	568,3	3 901,7	773,4
Juni	4 291,8	4 348,1	1 084,5	744,4	2 462,9	5 257,2	5 589,6	578,5	3 907,6	771,1
Juli	4 300,4	4 358,5	1 085,8	744,8	2 469,8	5 261,3	5 597,8	579,5	3 911,7	770,0
Aug. ^(p)	4 294,0	4 353,7	1 086,2	743,3	2 464,5	5 267,2	5 602,6	581,6	3 915,8	769,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2012	-107,6	-74,1	6,2	-51,4	-62,3	26,0	8,6	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-145,1	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	-13,7	-18,1	27,6	-13,1
2014	-58,3	-61,9	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	6,8	-3,0	-3,1	-8,9
2014 Q3	-18,4	-20,6	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	0,7	1,2	10,4	-3,3
Q4	4,3	0,4	-7,3	8,5	3,0	5,1	2,2	-2,2	9,3	-2,1
2015 Q1	8,3	3,6	-0,7	7,3	1,8	20,1	11,1	2,2	17,9	-0,1
Q2	1,2	2,8	-0,1	11,5	-10,2	29,7	22,7	9,1	21,7	-1,1
2015 März	-3,0	-2,1	-1,8	3,7	-4,9	12,9	5,6	2,9	7,5	2,4
April	2,2	1,8	3,7	0,7	-2,2	7,1	9,6	-0,7	7,5	0,3
Mai	-4,8	-1,8	-6,2	4,3	-2,8	6,9	3,7	1,7	6,4	-1,1
Juni	3,8	2,8	2,5	6,5	-5,2	15,7	9,4	8,2	7,8	-0,3
Juli	8,9	12,5	1,0	0,5	7,5	5,3	9,5	1,6	4,4	-0,7
Aug. ^(p)	-0,6	1,2	2,9	-0,5	-3,0	9,0	7,9	2,4	5,9	0,7
Wachstumsraten										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,2	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,2	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q3	-2,0	-2,2	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,0	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
Q2	-0,1	-0,3	-1,1	2,8	-0,6	1,2	0,7	1,8	1,5	-0,8
2015 März	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
April	-0,4	-0,5	0,4	1,4	-1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	-0,7
Mai	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
Juni	-0,1	-0,3	-1,1	2,8	-0,6	1,2	0,7	1,8	1,5	-0,8
Juli	0,4	0,3	-0,3	3,2	-0,2	1,3	0,9	2,0	1,6	-0,7
Aug. ^(p)	0,4	0,4	0,2	3,2	-0,3	1,4	1,0	2,6	1,6	-0,5

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										
2012	305,4	7 578,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 395,4	1 029,8	154,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 311,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 340,0	1 153,9	130,6	183,8	122,1
2014	262,0	7 175,5	2 253,5	92,2	2 375,1	2 454,6	1 388,8	181,2	185,3	139,8
2014 Q3	249,7	7 336,1	2 278,6	92,4	2 457,0	2 507,9	1 419,3	183,5	163,6	121,7
Q4	262,0	7 175,5	2 253,5	92,2	2 375,1	2 454,6	1 388,8	181,2	185,3	139,8
2015 Q1	287,6	7 313,4	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,2	1 511,5	230,3	234,8	159,1
Q2	265,1	7 154,3	2 219,9	86,5	2 331,5	2 516,4	1 457,7	238,2	224,6	143,7
2015 März	287,6	7 313,4	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,2	1 511,5	230,3	234,8	159,1
April	260,3	7 227,0	2 238,2	88,7	2 355,3	2 544,8	1 450,6	228,2	209,3	132,1
Mai	275,9	7 219,3	2 232,7	87,4	2 343,2	2 556,0	1 467,0	232,5	222,9	140,7
Juni	265,1	7 154,3	2 219,9	86,5	2 331,5	2 516,4	1 457,7	238,2	224,6	143,7
Juli	248,2	7 148,7	2 229,0	85,8	2 316,2	2 517,8	1 387,4	249,2	202,4	137,4
Aug. ^(p)	273,8	7 121,7	2 224,4	84,1	2 295,2	2 518,0	1 345,7	233,0	207,0	128,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2012	-4,9	-112,8	-156,3	-10,2	-106,4	160,1	99,5	31,3	9,4	41,5
2013	-46,0	-90,8	-18,6	-14,3	-137,6	79,7	359,2	-66,6	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,4	-120,1	2,1	-154,9	110,6	246,0	-18,5	1,5	17,7
2014 Q3	-20,9	-1,8	-28,4	2,3	-28,5	52,7	38,4	26,4	-7,7	2,6
Q4	4,5	-94,1	-25,5	1,2	-77,4	7,5	37,8	-52,7	21,7	18,1
2015 Q1	22,4	-51,4	-31,1	-2,8	-47,2	29,7	3,6	48,1	49,4	19,3
Q2	-22,5	-81,7	-39,3	-4,0	-48,3	9,9	-7,5	-35,0	-10,2	-15,4
2015 März	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,7	28,7	-24,9	8,4	14,6
April	-27,3	-38,3	-19,2	-1,8	-18,9	1,6	-30,3	-2,9	-25,4	-27,0
Mai	15,6	-18,1	-6,9	-1,3	-23,9	14,0	4,3	-8,4	13,6	8,6
Juni	-10,8	-25,4	-13,2	-0,9	-5,5	-5,7	18,6	-23,7	1,6	3,1
Juli	-17,0	-4,9	12,7	-0,7	-21,3	4,3	-59,7	15,3	-22,2	-6,4
Aug. ^(p)	25,6	5,7	-2,9	-1,6	-7,6	17,8	-20,1	-21,9	4,6	-9,0
Wachstumsraten										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2014 Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Q4	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	-	-	0,8	14,5
2015 Q1	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
Q2	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
2015 März	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	-	-	32,5	36,3
April	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,3	-	-	28,6	33,0
Mai	-2,5	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,1	-	-	51,4	51,4
Juni	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
Juli	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	-	-	19,2	13,6
Aug. ^(p)	-1,5	-3,1	-4,3	-8,1	-8,6	3,8	-	-	20,3	9,8

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 Q2	-2,6	.	.	.	.	0,1
Q3	-2,4	.	.	.	.	0,3
Q4	-2,4	.	.	.	.	0,2
2015 Q1	-2,4	.	.	.	.	0,2

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben						
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	46,0	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	22,9	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 Q2	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
Q3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
Q4	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2015 Q1	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	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	85,9	2,9	15,5	67,5	42,8	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	29,9	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	77,9	19,7	31,7	37,9	87,1	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,1	45,1	10,4	80,6	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	25,9	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 Q2	92,7	2,7	16,7	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,1	2,6	16,7	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	92,0	2,7	16,9	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Q1	92,9	2,7	16,7	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	Zusammen	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva			Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige				
					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	0,1	-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	1,8	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 Q2	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,6	
Q3	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	0,3	1,2	2,7	
Q4	1,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,1	2,7	
2015 Q1	0,9	-0,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,0	2,7	

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	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
2012	16,2	14,1	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
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
2014 Q2	16,5	14,4	5,4	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,7	3,6	2,7	1,1	1,6
Q3	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
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	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
2015 April	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	3,1	1,3	0,2	3,4	2,9	0,6	1,7
Mai	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
Juni	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
Juli	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
Aug.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
Sept.	15,7	13,7	4,6	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	2,9	0,4	1,4

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 Q2	-3,3	0,3	-0,3	-5,1	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9	
Q3	-3,1	0,5	-0,2	-4,6	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
Q4	-3,2	0,6	0,6	-4,0	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
2015 Q1	-3,5	0,7	0,4	-3,9	-4,6	-5,8	-3,9	-2,9	-0,2	
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 Q2	108,9	75,8	10,5	114,5	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8	
Q3	108,3	75,3	10,5	112,6	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7	
Q4	106,6	74,9	10,6	107,6	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5	
2015 Q1	111,1	74,4	10,5	104,8	168,8	98,0	97,5	135,1	106,8	
	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 Q2	-0,3	-1,3	1,3	-3,4	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,7
Q3	0,0	-0,7	0,7	-2,8	-2,8	-0,4	-4,4	-12,8	-2,8	-2,8
Q4	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,4	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,1
2015 Q1	-1,9	-0,8	0,3	-2,5	-2,0	-1,9	-4,4	-4,6	-2,8	-3,0
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 Q2	41,0	38,6	22,4	74,8	68,6	82,2	130,8	78,2	55,7	58,5
Q3	40,4	38,1	22,1	72,2	68,0	80,7	132,2	77,7	55,4	57,8
Q4	40,0	40,8	22,1	68,5	67,9	84,4	130,2	80,9	53,6	59,3
2015 Q1	35,0	38,1	21,6	70,3	68,9	84,7	129,6	81,9	54,0	60,3

Quelle: Eurostat.

© **Europäische Zentralbank, 2015**

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 21. Oktober 2015

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)
ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-15-007-DE-E (ePub-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-15-007-DE-N (Online-Version)