



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2015



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Finanzielle Entwicklungen	14
3 Konjunktorentwicklung	19
4 Preise und Kosten	24
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	29
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	35

Kästen

1 Rohstoffpreise (ohne Öl): jüngste Entwicklungen und Aussichten	36
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 22. April bis zum 21. Juli 2015	38
3 Die Zweckmäßigkeit von TARGET2-Transaktionsdaten für die Analyse des unbesicherten Tagesgeldmarktes	43
4 Veröffentlichung von TARGET-Salden	49
5 Revidierte Außenhandelsgewichte für die effektiven Wechselkurse des Euro tragen der zunehmenden Bedeutung der Schwellenländer Rechnung	52
6 Eine umfragebasierte Messgröße der Unterauslastung für das Euro-Währungsgebiet	56
7 Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet	59
8 Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2015	62

Aufsätze

1 Aktueller Stand des Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet	66
2 Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors während der Krise	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.

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick

Die aktuellen Daten, die jüngsten von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen und eine Zwischenbewertung der jüngsten Marktschwankungen deuten darauf hin, dass sich die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet etwas gemäßiger fortsetzen und die Inflation langsamer anziehen dürfte als zuvor erwartet. Dieser veränderte Wirtschaftsausblick ist im Wesentlichen auf externe Entwicklungen zurückzuführen. Die Weltwirtschaft expandiert zwar allmählich, doch das Wachstum verläuft uneinheitlich. So wird die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften durch den niedrigen Ölpreis, die weiterhin akkommodierenden Finanzierungsbedingungen, die langsamere Haushaltskonsolidierung und die Aufhellung an den Arbeitsmärkten gestützt. In den Schwellenländern hingegen haben sich die Aussichten in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit eingetrübt, da in einigen Ländern strukturelle Hindernisse und gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte das Wachstum wbremsen, während sich in anderen Ländern eine Anpassung an die gesunkenen Rohstoffpreise und die restriktiveren Außenfinanzierungsbedingungen vollzieht. Zugleich wurde der Inflationsdruck durch die sinkenden Rohstoffpreise gedämpft.

Für die Wachstums- und Inflationsaussichten zeichnen sich erneut Abwärtsrisiken ab, die unter anderem auf den jüngsten Volatilitätsanstieg an den Finanzmärkten zurückzuführen sind. Im Sommer waren zwei bedeutende Phasen erhöhter Marktspannungen zu verzeichnen. Die erste hing mit der Entwicklung in Griechenland Ende Juni und Anfang Juli zusammen und hatte alles in allem nur relativ geringe Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Die zweite Phase wurde in der zweiten Augushälfte durch die Entwicklungen in China ausgelöst; in diesem Fall griffen die Spannungen erkennbar auf die Aktien- und Devisenmärkte sowie auf die Risikowahrnehmung über. Insgesamt gaben die langfristigen nominalen Staatsanleiherenditen im Euroraum von Anfang Juni bis Anfang September leicht nach. Die Aktiennotierungen im Eurogebiet gingen deutlich zurück, insbesondere vor dem Hintergrund der Kursverluste am chinesischen Aktienmarkt in der zweiten Augushälfte und der damit zusammenhängenden Zunahme der globalen Unsicherheit. In diesem Umfeld verstärkter Risikoaversion und angesichts der schwachen Konjunktur in den Schwellenländern ist der effektive Wechselkurs des Euro in letzter Zeit stark angestiegen.

Das reale BIP im Euro-Währungsgebiet wuchs im zweiten Quartal 2015 etwas langsamer als im ersten Jahresviertel. Damit fiel die Wachstumsrate im zweiten Quartal etwas niedriger aus als erwartet. Die Abschwächung war länderübergreifend zu beobachten und hing mit der überraschend verhaltenen Binnennachfrage zusammen. Die jüngsten Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das reale BIP in der zweiten Jahreshälfte 2015 in ähnlichem Tempo weiterwachsen dürfte wie im zweiten Quartal.

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum dürfte sich weiter fortsetzen, allerdings etwas langsamer als zuvor angenommen. Grund hierfür ist in erster Linie die Wachstumsabschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die die globale Konjunkturentwicklung und somit auch die Nachfrage nach Exporten des Euroraums dämpft. Die Inlandsnachfrage dürfte weiterhin durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positive Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen sowie durch die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen begünstigt werden. Außerdem sollte sich der niedrigere Ölpreis positiv auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Ertragskraft der Unternehmen auswirken und somit die privaten Konsumausgaben und Investitionen zusätzlich stützen. Indessen dürfte die konjunkturelle Belebung im Euroraum durch die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie die schleppende Umsetzung von Strukturreformen gebremst werden.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet¹ vom September 2015 zufolge wird das jährliche reale BIP im Jahr 2015 um 1,4 %, im Jahr 2016 um 1,7 % und im Jahr 2017 um 1,8 % steigen. Damit wurde der Ausblick für das reale BIP-Wachstum gegenüber den entsprechenden Projektionen des Eurosystems vom Juni 2015 nach unten revidiert. Ausschlaggebend für die Korrektur war vor allem eine gesunkene Auslandsnachfrage infolge der Wachstumsabschwächung in den Schwellenländern. Nach Einschätzung des EZB-Rats überwiegen in Bezug auf die Wachstumsaussichten nach wie vor die Abwärtsrisiken; darin spiegelt sich insbesondere die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit dem außenwirtschaftlichen Umfeld wider. Vor allem die aktuelle Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften könnte das weltweite Wachstum über Handels- und Vertrauenseffekte weiter beeinträchtigen.

Die HVPI-Inflation im Euroraum hat sich in letzter Zeit auf einem niedrigen positiven Niveau stabilisiert, nachdem im früheren Jahresverlauf ein Aufwärtstrend verzeichnet worden war. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im August den dritten Monat in Folge unverändert bei 0,2 %. Die Inflation wurde durch die niedrigen Energiepreise gedämpft, was jedoch durch einen Anstieg der Preise für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) wieder wettgemacht wurde. Die jüngsten Indikatoren bestätigen, dass die Kerninflation allmählich anzieht. So hat sich der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie den Schätzungen zufolge nach einem Tiefstand von 0,6 % zu Beginn des Jahres auf 1,0 % im August erholt.

Anhand der verfügbaren Daten ist davon auszugehen, dass die jährliche HVPI-Inflation, in erster Linie bedingt durch die jüngste Energiepreisentwicklung, auf kurze Sicht sehr gering bleiben wird. Gegen Jahresende dürfte die Kerninflation jedoch zunehmen, unter anderem aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Ölpreisrückgang Ende 2014. In den kommenden zwei

¹ Siehe den Aufsatz „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015“, der am 3. September 2015 auf der Website der EZB veröffentlicht wurde.

Jahren dürften die Teuerungsraten – gestützt durch die erwartete konjunkturelle Erholung, das Durchwirken der vergangenen Rückgänge des Euro-Wechselkurses und die an den Öfterminmärkten eingepreiste Annahme etwas höherer Ölpreise – weiter zunehmen. Gegenwärtig wird jedoch davon ausgegangen, dass sich dieser Anstieg etwas langsamer manifestieren wird als bislang angenommen.

Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 davon aus, dass die jährliche HVPI-Inflation im Jahr 2015 bei 0,1 %, im Jahr 2016 bei 1,1 % und im Jahr 2017 bei 1,7 % liegen wird. Damit wurden die Aussichten gegenüber den entsprechenden Projektionen des Eurosystems vom Juni 2015 nach unten korrigiert, was vornehmlich auf den niedrigeren Ölpreis zurückzuführen ist. Unter Berücksichtigung der jüngsten Ölpreisentwicklung und der aktuellen Wechselkurse ergeben sich Abwärtsrisiken für die von Experten der EZB erstellten Inflationsprojektionen vom September.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirken weiterhin auf die Kreditkonditionen durch und stützen nach wie vor die Dynamik der weit gefassten Geldmenge sowie das Kreditwachstum. Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) haben zu einer Verbesserung der Geldmengen- und Kreditindikatoren beigetragen. Die Refinanzierungskosten der Banken pendelten sich im zweiten Quartal 2015 auf einem historisch niedrigem Niveau ein, und die günstigen Kreditvergabebedingungen waren weiterhin einer allmählichen Erholung des Kreditwachstums zuträglich. Zudem haben sich die zwischen den Euro-Ländern bestehenden Zinsunterschiede bei Bankkrediten weiter verringert. Schätzungen zufolge stabilisierten sich die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im zweiten Quartal 2015, wenngleich sich die Buchkredite an diese Unternehmen weiterhin verhalten entwickelten. Das M3-Wachstum wird durch die Belebung der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte und die allmähliche weitere Erholung der Kredite an den privaten Sektor gestützt.

Der EZB-Rat hält es noch für verfrüht, darüber zu befinden, ob die jüngsten Entwicklungen einen bleibenden Einfluss darauf haben könnten, dass sich die Teuerungsrate nachhaltig in Richtung des mittelfristigen Inflationsziels entwickelt, oder ob es sich hierbei um eine in erster Linie vorübergehende Entwicklung handelt, und wird alle eingehenden relevanten Informationen weiterhin genau beobachten. Auf seiner Sitzung am 3. September beschloss er auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und im Einklang mit seiner Forward Guidance, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen, und bestätigte, dass das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten nach wie vor reibungslos verläuft. Mit Blick auf die Zukunft wird der EZB-Rat die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung genau beobachten und sein Augenmerk dabei vor allem auf die Transmission seiner geldpolitischen Maßnahmen, Veränderungen der weltweiten Wirtschaftslage, die finanzielle Entwicklung sowie die Rohstoffpreis- und Wechselkursentwicklung legen.

Der EZB-Rat betont seine Bereitschaft und Fähigkeit, gegebenenfalls zu handeln und dabei alle im Rahmen seines Mandats verfügbaren Instrumente einzusetzen. Er weist insbesondere darauf hin, dass das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten ausreichend Flexibilität in Bezug auf die Anpassung des Volumens, der Zusammensetzung und der Dauer des Programms bietet. In der Zwischenzeit wird das Eurosystem seine Wertpapierkäufe im Umfang von monatlich 60 Mrd €, die bis Ende September 2016 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen sollen, vollständig umsetzen. Die Ankäufe werden in jedem Fall so lange fortgeführt, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Der EZB-Rat bekräftigt die Notwendigkeit der konsequenten Umsetzung seiner geldpolitischen Beschlüsse sowie der genauen Beobachtung aller eingehenden relevanten Informationen bezüglich ihrer Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität.

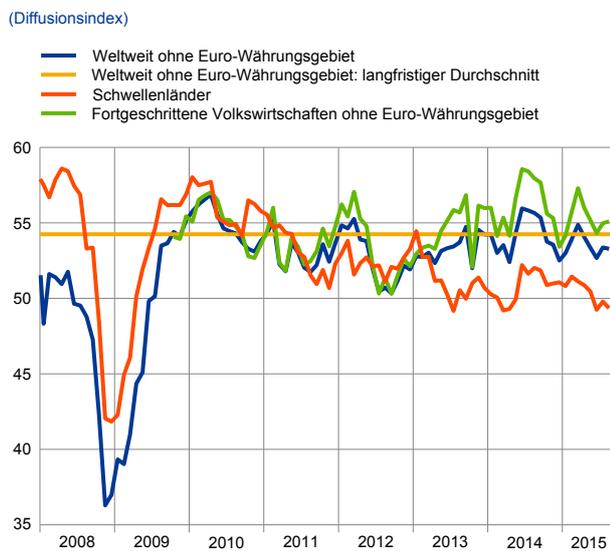
I Außenwirtschaftliches Umfeld

Das Wachstum der Weltwirtschaft zieht allmählich an, bleibt dabei aber uneinheitlich. Einerseits wird die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften durch die niedrigen Ölpreise, die anhaltend akkommodierenden Finanzierungsbedingungen, die nachlassende Haushaltskonsolidierung und die verbesserte Arbeitsmarktlage gestützt. Andererseits hat sich der Wirtschaftsausblick der Schwellenländer vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit verschlechtert, da strukturelle Hindernisse und gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte das Wachstum einiger Länder bremsen, während andere eine Anpassung an die gesunkenen Rohstoffpreise und die restriktiveren Außenfinanzierungsbedingungen vollziehen. Der Inflationsdruck wird den Erwartungen zufolge wegen des jüngsten Ölpreiserückgangs und der immer noch reichlichen globalen Kapazitätsreserven begrenzt bleiben.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Die Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie Umfrageindikatoren deuten auf ein moderates und zugleich uneinheitliches Weltwirtschaftswachstum im zweiten Quartal hin. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften war eine nachhaltige Konjunktorentwicklung zu verzeichnen, wobei sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich erholte, während es in Japan nach einem sehr positiven Ergebnis im ersten

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

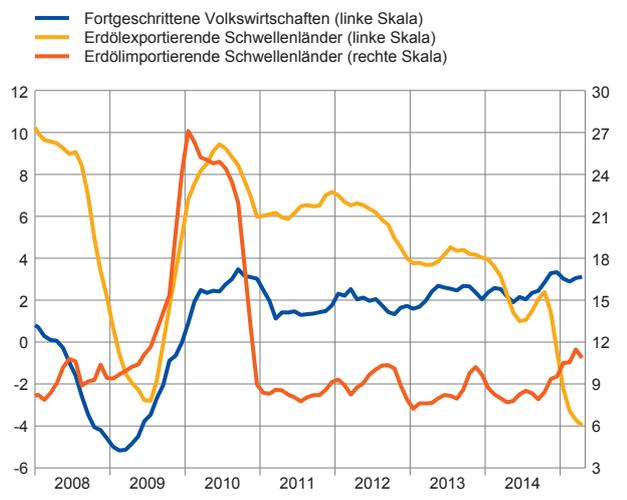


Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2015. Die Schwellenländer umfassen Brasilien, China, Indien und Russland; zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zählen Japan, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich.

Quartal deutlich nachließ. In den Schwellenländern stellt sich die Lage uneinheitlich dar. So befindet sich Russland in einer tiefen Rezession, und in Brasilien lassen die Umfragedaten auf eine weitere Schwächeperiode schließen. Dagegen belebte sich das Wachstum in China im zweiten Vierteljahr und dürfte in den mittel- und osteuropäischen Ländern außerhalb des Euroraums stabil geblieben sein. Umfrageergebnissen zufolge entwickelte sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe weltweit in den letzten Monaten verhalten, die konjunkturelle Dynamik insgesamt war jedoch stärker. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) blieb im August weitgehend unverändert gegenüber dem Vormonat und entsprach dem Durchschnitt des zweiten Quartals, was auf eine gewisse Widerstandskraft der globalen Konjunktur hinweist (siehe Abbildung 1). Mit Blick auf die weitere Zukunft deuten die Frühindikatoren der OECD und der ifo-Index für die Weltwirtschaft darauf hin, dass sich die globale Erholung in moderatem Tempo fortsetzen wird.

Abbildung 2
Einzelhandelsumsätze

(Jahreswachstumsrate; Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Nationale Quellen, IWF und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2015. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften umfassen das Euro-Währungsgebiet, Japan, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich. Zu den erdölimportierenden Schwellenländern zählen China, Indonesien, Korea, die Türkei und Mexiko, zu den erdölexportierenden Schwellenländern Russland, Brasilien, Kolumbien, Chile und Südafrika.

Vom jüngsten Rückgang der Rohstoffpreise gehen auf kurze Sicht weitere Impulse für die weltweite Nachfrage aus.

Nachdem die Preise für Rohöl der Sorte Brent im zweiten Quartal wieder angezogen hatten, sanken sie im dritten Jahresviertel um mehr als 20 %. Gleichwohl preisen die Marktteilnehmer nach Maßgabe der Terminkurve weiterhin einen allmählichen Anstieg der Ölnotierungen in den kommenden Jahren ein. Für den jüngsten Preisverfall sind hauptsächlich angebotsseitige Entwicklungen verantwortlich. So ist der Ölmarkt nach wie vor von einem Überangebot geprägt, da die Fördermengen der OPEC über den Zielvorgaben liegen und die Schieferölproduktion letztlich stabiler als erwartet geblieben ist. Darüber hinaus scheint der Markt allmählich die Möglichkeit eines größeren Ölangebots aus dem Iran einzupreisen. Die nachlassende Nachfrage insbesondere aus den Schwellenländern hat in diesem Zusammenhang allerdings ebenfalls eine Rolle gespielt. Dies steht auch im Einklang mit den Faktoren, die den Preisrückgang anderer Rohstoffe beeinflusst haben. Die Metallnotierungen beispielsweise gaben im vergangenen Jahr kräftig nach, was ebenfalls auf

das schwächere Wachstum in den Schwellenländern zurückgehen könnte (siehe auch Kasten 1). Unter dem Strich ist davon auszugehen, dass die seit Mitte letzten Jahres rückläufigen Ölpreise der Nachfrage in den erdölimportierenden Ländern zugutekommen und dieser Effekt stärker ausfällt als der auf die erdölexportierenden Volkswirtschaften. Da die Ölnotierungen seit ihrem Höchststand vom Jahr 2014 gesunken sind, hat sich die Gesamtinflation in den Industrieländern abgeschwächt, was zu einer Stärkung des real verfügbaren Einkommens führte. Das Wachstum der Einzelhandelsumsätze nahm in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den erdölimportierenden Schwellenländern im Vorjahresvergleich zu, während es sich in wichtigen Ölexportländern merklich verlangsamte (siehe Abbildung 2).

Die Geldpolitik ist weiterhin akkommodierend und trägt weltweit zu günstigen Finanzierungsbedingungen bei.

Die Marktteilnehmer preisen nach wie vor eine erste Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten in den nächsten sechs Monaten ein. Die Leitzinsen in Japan werden den Erwartungen zufolge in den kommenden beiden Jahren niedrig bleiben. In China, Indien und mehreren anderen (zumeist erdölimportierenden) Schwellenländern haben disinflationäre Tendenzen in den vergangenen Monaten zu einer weiteren Lockerung der Geldpolitik geführt. Unterdessen normalisierten sich die Zinssätze in Russland weiter, nachdem sie während der Finanzmarkturbulenzen im Dezember letzten Jahres stark gestiegen waren. Mit Blick auf die wichtigen Schwellenländer kam es lediglich in Brasilien zu einer stetigen Anhebung der Leitzinsen, da der starke Inflationsdruck vor dem Hintergrund kräftiger Erhöhungen der administrierten Preise, eines trägen Preissetzungsverhaltens und einer weiteren Abwertung der Landeswährung anhielt. Mit Wirkung vom 11. August 2015 reformierte die People's Bank of China ihre

tägliche Wechselkursfeststellung, um den Marktkräften mehr Geltung zu verschaffen. Dies resultierte in der Woche nach dem Beschluss in einer Abwertung des Renminbi zum US-Dollar von 3 %. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den letzten beiden Monaten weitgehend stabilisiert, nachdem sie im Mai und Anfang Juni in die Höhe geschwenkt waren. Trotz dieser Korrektur liegen sie immer noch in der Nähe der Ende 2014 verzeichneten niedrigen Werte, und die Laufzeitprämien bleiben gering. Die Anleiherenditen der Schwellenländer entwickelten sich größtenteils im Gleichklang mit denen der Industrieländer. Allerdings gingen die aggregierten privaten Portfoliozuflüsse in die Schwellenländer etwas zurück; zudem dürfte in einigen Fällen eine weitere Abwertung der Landeswährung zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten in US-Dollar beigetragen haben. Darüber hinaus schlugen sich die jüngsten Kursverluste und die Volatilität an den chinesischen Aktienmärkten in einer Zunahme der Unsicherheit nieder, die – sofern sie Bestand hat – letztlich eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nach sich ziehen könnte; dies gilt insbesondere für anfällige Schwellenländer.

Das Weltwirtschaftswachstum dürfte in nächster Zeit durch die nachhaltige Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gestützt werden. Da die negativen Auswirkungen des Verschuldungsabbaus im privaten Sektor und der Haushaltskonsolidierung nach und nach abklingen, dürfte die wirtschaftliche Belebung in den Industrieländern Fuß fassen. Die konjunkturellen Aussichten sollten sich dank der niedrigen Ölpreise, der nach wie vor akkommodierenden Finanzierungsbedingungen, der verbesserten Situation an den Arbeitsmärkten und des gestiegenen Vertrauens weiter aufhellen. In den Vereinigten Staaten wird das Wachstum von einem Anstieg der privaten Konsumausgaben getragen, nachdem die Realeinkommen wegen der gesunkenen Ölpreise zugenommen hatten. Auch die günstigen Finanzierungsbedingungen, die anhaltende Belebung am Arbeits- und Wohnimmobilienmarkt, der abnehmende Fiscal Drag und die geringeren Bilanzsanierungen der privaten Haushalte schlagen hier positiv zu Buche. Allerdings wird der frühere Anstieg des effektiven Wechselkurses des US-Dollar auf kurze Sicht zu einer Verlangsamung des Exportwachstums führen, und der Rückgang der Ölpreise wird sich negativ auf die Investitionen im Energiesektor auswirken. In Japan dürfte die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte wieder wachsen, da die privaten Haushalte vom ölpreisbedingten Anstieg der Realeinkommen profitieren und das Exportgeschäft durch die stärkere Auslandsnachfrage sowie die vorangegangene Abwertung des japanischen Yen gestützt wird. Im Vereinigten Königreich sollte sich das recht robuste Wirtschaftswachstum fortsetzen. Wenngleich erwartet wird, dass die anhaltenden Konsolidierungsanstrengungen die Konjunktur belasten, sollten die niedrigen Energiepreise und das raschere Lohnwachstum das real verfügbare Einkommen und den privaten Konsum stärken. Zudem dürften die Erholung der Nachfrage und die Lockerung der Kreditbedingungen die Unternehmensinvestitionen anregen.

Der mittelfristige Ausblick der Schwellenländer fällt dagegen angesichts erhöhter Unsicherheit uneinheitlich aus. Das Wachstum in mehreren großen aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich in den vergangenen vier Jahren merklich verlangsamt und wird den Erwartungen zufolge auch auf mittlere Sicht gedämpft bleiben. In einigen Staaten hat sich das Potenzialwachstum aufgrund struktureller

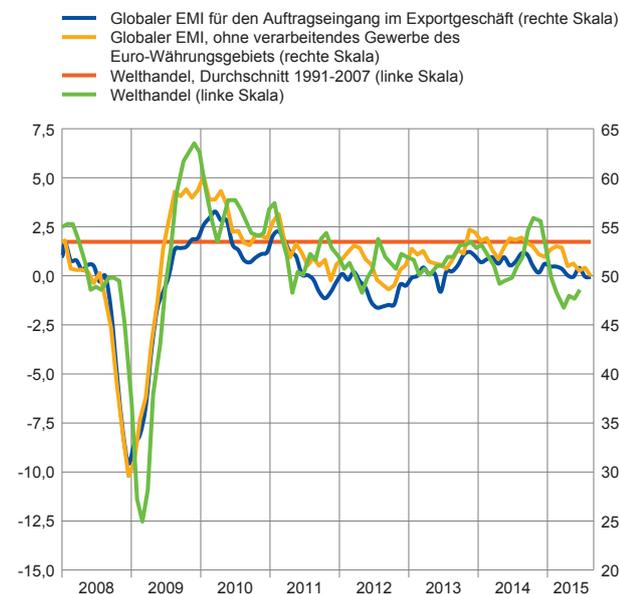
Hindernisse und gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte abgeschwächt. Andere Schwellenländer durchlaufen Anpassungsprozesse an die niedrigeren Rohstoffpreise, die gestiegene politische Unsicherheit sowie die restriktiveren Außenfinanzierungsbedingungen. In China zog das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal wieder an. Die zuletzt erfolgten Leitzinssenkungen, moderate fiskalische Stimulierungsmaßnahmen der Zentralregierung und Bemühungen, die finanziellen Restriktionen auf Ebene der lokalen Gebietskörperschaften zu lockern, sollten zur Stützung der Nachfrage beitragen. Allerdings hat der jüngste Einbruch am Aktienmarkt die Ungewissheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten erhöht. Zudem legt die politische Führung Chinas ihr Augenmerk zunehmend auf die Bekämpfung finanzieller Anfälligkeiten und makroökonomischer Ungleichgewichte, wodurch das Expansionstempo mittelfristig gedrosselt werden dürfte. Die mittel- und osteuropäischen Staaten außerhalb des Eurogebiets verzeichneten eine dynamische Konjunktorentwicklung. Dies war auf die positiven Auswirkungen der anziehenden Inlandsnachfrage zurückzuführen. Dahinter steht die Erwartung, dass der Konsum der privaten Haushalte von der verbesserten Arbeitsmarktlage und dem jüngsten Rückgang der Ölpreise profitieren wird. Die Aussichten für Brasilien haben sich hingegen verschlechtert, da damit gerechnet wird, dass sich die Straffung der Geld- und Finanzpolitik nachteilig auf die Investitionstätigkeit und die wirtschaftliche Aktivität auswirkt. Zudem wird das Wachstum auf mittlere Sicht durch angebotsseitige Engpässe, die Notwendigkeit, die beträchtlichen gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu beseitigen, und hohe Inflationsraten beeinträchtigt. Russland durchläuft zurzeit eine tiefe Rezession. Obgleich sich die Finanzierungskonditionen seit dem Jahreswechsel etwas verbessert haben, bleiben die Finanzierungskosten auf erhöhtem Niveau. Die Unsicherheit ist hoch und das Unternehmerv Vertrauen schwach ausgeprägt, während die geringeren Öleinnahmen drastische Einschnitte bei den Staatsausgaben zur Folge haben dürften.

Der kräftige Rückgang der Einfuhren in einigen großen Schwellenländern führte zu einer Abschwächung des Welthandels in der ersten

Jahreshälfte 2015. Den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge sanken die weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum) im ersten Quartal um 0,2 %, und die verfügbaren Angaben lassen auf eine ebenfalls verhaltene Entwicklung im zweiten Vierteljahr schließen. So wiesen die Daten des CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis zum internationalen Warenhandel für das zweite Jahresviertel bei den globalen Importen ein Minus in Höhe von 0,9 % gegenüber dem Vorquartal aus. Zwar entwickelten sich die Einfuhren der Industrieländer sowie der mittel- und osteuropäischen Staaten im Jahresverlauf robust, doch wurden die Gesamtergebnisse auf globaler Ebene durch die deutlichen Rückgänge in einigen wichtigen Schwellenländern bestimmt. In Russland brachen die Importe infolge der sinkenden Inlandsnachfrage und der Abwertung des russischen Rubel im ersten Quartal ein. Auch in China erwies sich die Importentwicklung im ersten Halbjahr als schwach; der Grund war hier ebenfalls in der geringeren Binnennachfrage zu sehen. Es wird erwartet, dass sich der Welthandel auf kurze Sicht nur ganz allmählich erholt. Die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren deuten zugleich auf ein recht moderates Wachstum des Welthandels hin. So gab etwa der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Juli nach (siehe Abbildung 3). Was die weitere Zukunft

Abbildung 3 Internationaler Warenhandel

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; linke Skala: Beitrag in Prozentpunkten; rechte Skala: Diffusionsindex)



Quellen: Markit, CPB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben für den EMI beziehen sich auf August 2015 und für den Welthandel auf Juni 2015.

betrifft, dürfte der trübe Ausblick für die Importe der aufstrebenden Volkswirtschaften bestehen bleiben. Daher wird damit gerechnet, dass sich der internationale Handel weiter schleppend entwickelt und die weltweiten Einfuhren nicht schneller wachsen als das globale BIP.

Die globalen Wachstumsaussichten deuten insgesamt weiterhin auf eine bescheidene und uneinheitliche Erholung hin. Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 (Redaktionsschluss für die finanziellen Annahmen sowie die Annahmen zu den Rohstoffpreisen war der 12. August) dürfte sich das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) allmählich von 3,2 % im laufenden Jahr auf 3,8 % im Jahr 2016 und 4,0 % im darauf folgenden Jahr beschleunigen. Der Anstieg der Auslandsnachfrage des Euroraums sollte sich von 1,4 % im Jahr 2015 auf 3,3 % im Jahr 2016 und schließlich auf 4,1 % im Jahr 2017 erhöhen. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 wurden die Erwartungen für das globale Wachstum nach unten korrigiert, was in erster Linie auf die unerwartet schwachen

Aussichten der Schwellenländer zurückzuführen ist. Die Revisionen bezüglich der Auslandsnachfrage des Eurogebiets fielen deutlicher aus, da inzwischen davon ausgegangen wird, dass die Einfuhren durch die konjunkturelle Eintrübung in den aufstrebenden Volkswirtschaften stärker belastet werden als bislang angenommen wurde.

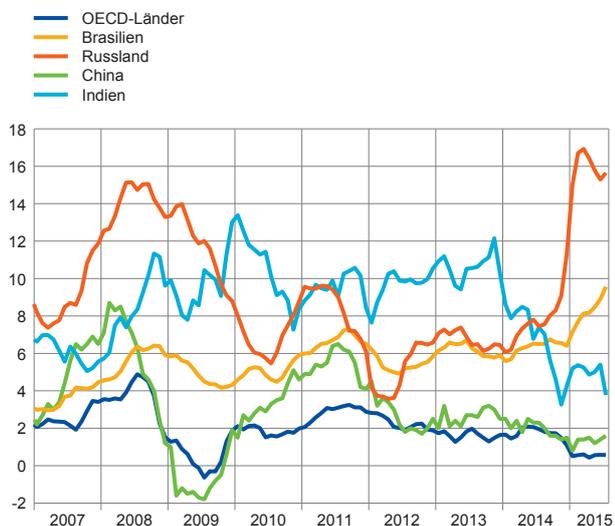
Die Aussichten für den internationalen Handel und die weltwirtschaftliche Entwicklung sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet. Vor allem die aktuelle Situation in den Schwellenländern könnte das Weltwirtschaftswachstum über Handels-, Finanz- und Vertrauenseffekte weiter beeinträchtigen. Nach einer Phase sinkender Risikospreads und geringerer Volatilität bestehen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften zudem Anfälligkeiten, die aus einer Umkehr der globalen Risikoneigung resultieren können. Auch die geopolitischen Risiken wirken sich nach wie vor negativ auf die Konjunkturaussichten aus, und eine neuerliche Verschärfung der Spannungen zwischen Russland und der Ukraine könnte das Wachstum der Weltwirtschaft beeinträchtigen.

Internationale Preisentwicklung

Infolge des Ölpreisverfalls hält sich die Inflation weltweit auf einem niedrigen Niveau. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern lag im Juli unverändert bei 0,6 %. Auch ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet war die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum stabil und belief sich auf 1,6 % (siehe Abbildung 4). In den führenden Industrieländern blieb die Gesamtinflation

Abbildung 4 VPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Quellen und OECD.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

weitgehend konstant auf einem niedrigen Niveau. Ein Blick auf die Nicht-OECD-Länder zeigt, dass in China und Indien weiterhin ein breit angelegter Disinflationsdruck vorherrscht. In Brasilien und Russland sind dagegen noch immer hohe Inflationsraten zu verzeichnen. Grund hierfür war in beiden Fällen eine Abwertung der Landeswährung, die sich in höheren Importpreisen niederschlug.

Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte die globale Inflation nur sukzessive anziehen. Die zuletzt gesunkenen Preise für Öl und sonstige Rohstoffe sollten den Inflationsdruck auf kurze Sicht weiter dämpfen. Im Weiteren dürfte sich der negative Beitrag der Energiekomponente jedoch schrittweise verringern, da die Auswirkungen früherer Ölpreisrückgänge immer weniger ins Gewicht fallen. Gleichzeitig deutet der steigende Verlauf der Öl-Terminkurve auf eine leichte Erholung der Ölnotierungen hin, wodurch sich der Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation erhöhen sollte.

Allerdings wird erwartet, dass die projizierte zaghafte Belebung der Weltwirtschaft lediglich zu einem langsamen Abbau der Kapazitätsreserven führen wird. Zudem dürfte sich der aus der Lohn- und Kostenentwicklung resultierende Preisauftrieb allgemein weiterhin in Grenzen halten.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die nominalen Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet gingen zwischen Anfang Juni und Anfang September geringfügig zurück, nachdem sie in den vorangegangenen Monaten deutlich angestiegen waren. Dieser Rückgang erfolgte vor dem Hintergrund sich eintrübender globaler Wachstumsaussichten, fallender Ölpreise und rückläufiger inflationsindexierter Swapsätze. Auch die Aktienkurse sanken in einem von höherer Volatilität geprägten Umfeld, insbesondere im Anschluss an die Abwertung der chinesischen Währung und die drastischen Einbrüche am chinesischen Aktienmarkt im August. Die Unsicherheit im Hinblick auf die Entwicklung in Griechenland, die Ende Juni und Anfang Juli ihren Höhepunkt erreichte, wirkte sich auf die Aktienmärkte etwas stärker aus als auf die Anleihe- und die Devisenmärkte. Doch insgesamt war der Effekt der Unsicherheit auf den Finanzmarkt begrenzt und von vorübergehender Natur. Der effektive Wechselkurs des Euro stieg zwischen Anfang Juni und dem 2. September 2015 deutlich an.

Im Betrachtungszeitraum gab es zwei bedeutende Phasen erhöhter Marktspannungen. Die erste stand im Zusammenhang mit den Entwicklungen in Griechenland Ende Juni und Anfang Juli, hatte insgesamt aber nur einen

gedämpften Effekt auf die Finanzmärkte. Dies lässt sich beispielsweise daran ablesen, dass sich die Renditeabstände zwischen zehnjährigen Staatsanleihen von Euro-Ländern mit einer niedrigeren Bonitätseinstufung und entsprechenden deutschen Anleihen im betrachteten Zeitraum nur marginal vergrößerten und auch rasch wieder auf ihre vorherigen Werte zurückgingen. Während des Höhepunkts der Finanzmarkturbulenzen weiteten sich die betreffenden Spreads gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen in den meisten Euro-Ländern um bis zu 35 Basispunkte aus. Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten erhöhte sich in diesem Zeitraum ebenso wie andere Risikomessgrößen nur geringfügig und vorübergehend. An den Aktienmärkten war der Einfluss der Entwicklungen in Griechenland hingegen etwas stärker spürbar; hier kam es zu einem Anstieg der impliziten Volatilität und zu Kursverlusten. Zwischen dem 26. Juni und dem 7. Juli fiel der Dow Jones Euro STOXX 50 um mehr als 8 % und wies eine deutlich erhöhte implizite Volatilität auf. Der Euro gab in diesem Zeitraum gegenüber dem US-Dollar leicht nach.

Die zweite Phase erhöhter Unsicherheit an den Finanzmärkten, die etwa Mitte August begann und im Zusammenhang mit den Entwicklungen in China stand, schlug sich im Gegensatz zur vorherigen Phase stark in den Aktien- und Devisenmärkten sowie in der Risikowahrnehmung nieder. Auf die Abwertung des chinesischen Renminbi, die am 11. August begann, folgten drastische Kurseinbrüche an den chinesischen Börsen und eine deutlich zunehmende globale Verunsicherung. Diese Entwicklung wurde in Verbindung mit den rasch sinkenden Ölpreisen als Zeichen dafür gewertet, dass sich die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft eintrübten, was die internationalen Finanzmärkte unter Druck brachte und die implizite Volatilität schürte. Vom 11. bis zum 24. August fielen die Aktienkurse im Euroraum um rund 16 % und die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euroraum um rund 10 Basispunkte. Mitursächlich für diese Entwicklung waren vermutlich die Aufwertung des Euro, die vor dem Hintergrund der – in Zeiten erhöhter Unsicherheit nicht ungewöhnlichen – Rückabwicklung

von Carry-Trade-Positionen (mit dem Euro als Finanzierungswährung) erfolgte, und die sich abschwächende Markterwartung einer unmittelbar bevorstehenden Leitzinsanhebung in den USA. Die Tatsache, dass die Marktliquidität – bedingt unter anderem durch Saisonfaktoren – niedriger als gewöhnlich war, könnte die Schwankungen an den Aktien- und Anleihemärkten verstärkt haben.

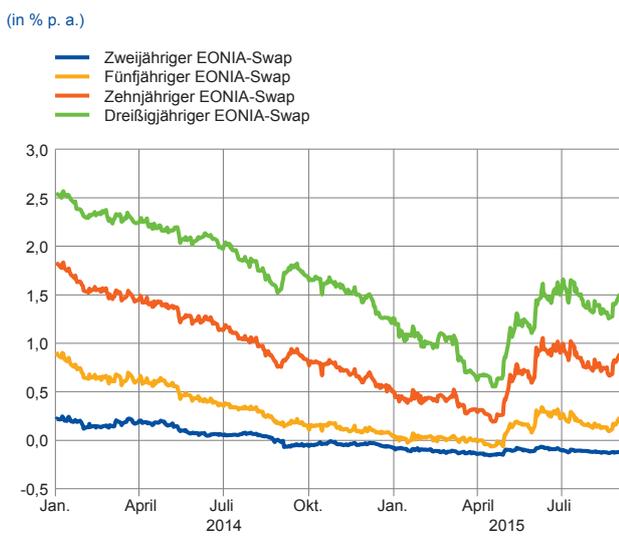
Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euroraum gingen zwischen Anfang Juni und Anfang September insgesamt leicht zurück und lagen zuletzt auf einem sehr niedrigen Niveau.

Zu Beginn des betrachteten Zeitraums stieg die Durchschnittsrendite weiter an, und zwar von 0,93 % am 4. Juni auf 1,08 % am 10. Juni, und setzte damit ihren seit Mitte April beobachteten Trend fort. Anschließend blieb sie – möglicherweise vor dem Hintergrund einer durchwachsenen Datenlage – bis Mitte Juli weitgehend unverändert und verringerte sich dann bis Anfang September auf rund 0,90 %. Die Renditeabstände von Staatsanleihen im Euroraum gegenüber deutschen Bundesanleihen gaben im selben Zeitraum – mit einer gewissen Volatilität in Phasen erhöhter Unsicherheit – etwas nach. Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten blieb ungeachtet einiger kurzzeitiger Ausschläge nach oben insgesamt stabil.

Die EONIA-Swapsätze spiegelten die Entwicklung der Renditen von AAA-Papieren wider.

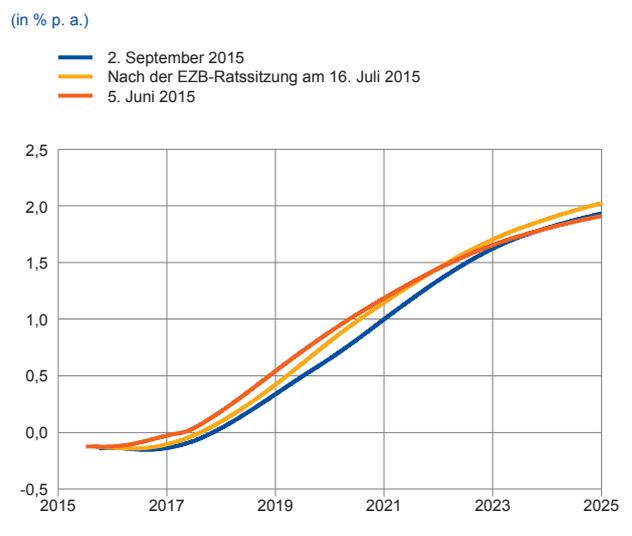
Der stärkste Rückgang war bei den EONIA-Swaps mit mittleren Laufzeiten zu verzeichnen, wohingegen es bei den längsten Laufzeiten zu einem leichten Anstieg kam (siehe Abbildung 5). Im Einklang mit der Entwicklung der Anleiherenditen sanken die EONIA-Terminzinssätze während des Berichtszeitraums im Laufzeitenbereich bis zu acht Jahren geringfügig, wobei im Vierjahresbereich mit rund 20 Basispunkten das stärkste Minus zu verzeichnen war (siehe Abbildung 6).

Abbildung 5
EONIA-Swapsätze



Quelle: Thomson Reuters.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. September 2015.

Abbildung 6
EONIA-Terminzinnskurve

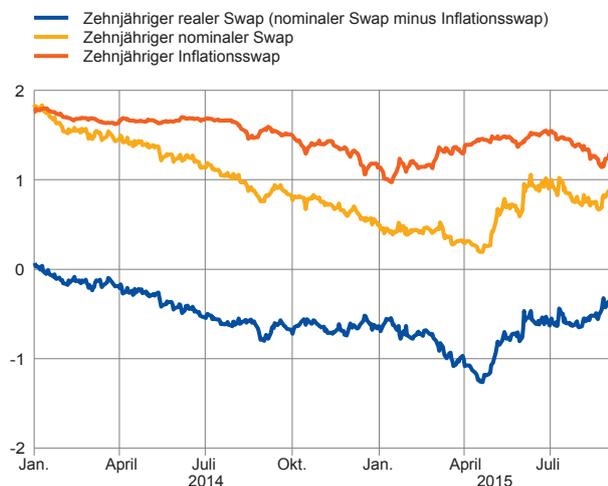


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 7

Zehnjährige reale und nominale Swapsätze sowie Inflationsswapsatz im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)

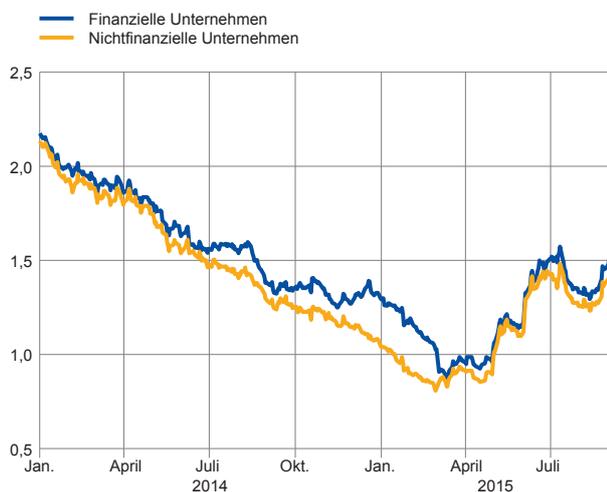


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der zehnjährige reale Swap ist aus dem zehnjährigen nominalen EONIA-Swap und dem zehnjährigen Inflationsswap abgeleitet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. September 2015.

Abbildung 8

Unternehmensanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.)



Quellen: iBoxx und EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. September 2015.

Der Rückgang der Nominalzinssätze spiegelte sich in niedrigeren inflationsindexierten Swapsätzen im Juli und August wider.

Eine Aufschlüsselung des zehnjährigen nominalen EONIA-Swapsatzes in zehnjährige inflationsindexierte Swapsätze und zehnjährige Realzinsen (als Restgröße), zeigt, dass die Schwankungen der Nominalzinsen im Juni zu etwa zwei Dritteln durch Veränderungen des Realzinses und zu einem Drittel durch den inflationsindexierten Swapsatz bedingt waren (siehe Abbildung 7). Im Juli und August hingegen veränderte sich die Relation der Beiträge deutlich, und die niedrigeren Nominalzinsen waren ausschließlich auf niedrigere inflationsindexierte Swapsätze zurückzuführen. (Zur Entwicklung der Inflationserwartungen siehe auch Abschnitt 4.)

Die Unternehmensanleiherenditen blieben ungeachtet der verschiedenen Finanzmarktspannungen stabil, wenngleich sie im Berichtszeitraum leicht anstiegen.

Alles in allem entwickelten sich die Renditen von Unternehmensanleihen gegenüber der durchschnittlichen Rendite von AAA-Staatsanleihen im Euroraum im Einklang mit der Risikoeinschätzung. Dementsprechend legten sie Ende Juni und Anfang Juli angesichts der Besorgnis über die Entwicklungen in Griechenland tendenziell zu und erhöhten sich – nach einer leichten Abschwächung – erneut in der zweiten Augushälfte im Zusammenhang mit der zunehmenden globalen Unsicherheit (siehe Abbildung 8). Der von Anfang Juni bis Anfang September beobachtete Anstieg der Unternehmensanleiherenditen lag je nach Sektor und Ratingklasse zwischen 5 und 20 Basispunkten.

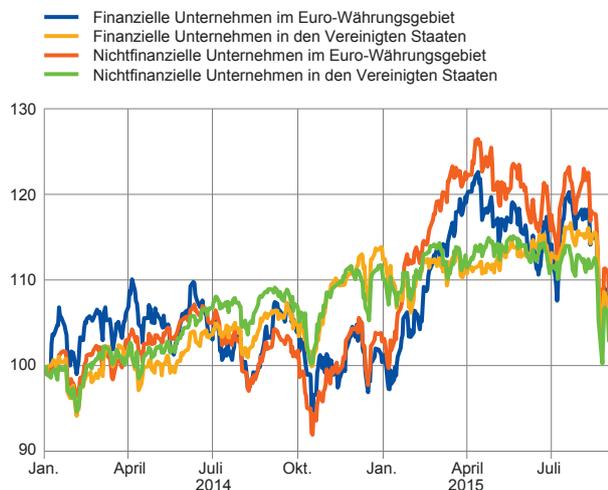
Die Renditespreads der im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworbenen nicht aus dem öffentlichen Sektor stammenden Wertpapiere – gedeckte Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities – wiesen einen weitgehend ähnlichen Verlauf auf.

Während sie sich bei den gedeckten Schuldverschreibungen über den betrachteten Zeitraum hinweg insgesamt jedoch kaum veränderten, kam es bei ABS mit niedrigerem Rating mitunter zu Spreadausweitungen.

An den Aktienmärkten des Euroraums standen im finanziellen wie auch im nichtfinanziellen Sektor deutliche Verluste zu Buche. Die Aktienkurse finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet brachen zwischen Anfang Juni und Anfang September insgesamt um 8 % bzw. 10 % ein (siehe

Abbildung 9 Aktienindizes für finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen

(1. Januar 2014 = 100)



Quelle: Thomson Reuters.

Anmerkung: Auf der Grundlage von Datastream-Marktindizes. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. September 2015.

Abbildung 9). Zwar wurden die im Zuge der Ereignisse in Griechenland erlittenen Verluste bis Mitte Juli wieder wettgemacht, doch kam es infolge der zunehmenden Unsicherheit über die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft in der zweiten Augushälfte zu einem Kursverfall. Anders als im Euroraum waren die Aktienkurse finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten von Anfang Juni bis Mitte Juli weitgehend stabil, was zeigt, dass es sich bei den Turbulenzen dieser Zeit um ein im Euroraum entstandenes Phänomen handelte. Ab Mitte Juli verzeichneten die US-Aktienmärkte angesichts der sich verschlechternden Weltwirtschaftsaussichten Kursverluste, die ungefähr doppelt so hoch waren wie die Einbußen im Euroraum. Die implizite Volatilität an den Aktienmärkten nahm während des Beobachtungszeitraums im Euroraum und in den USA um 8 bzw. 10 Prozentpunkte zu.

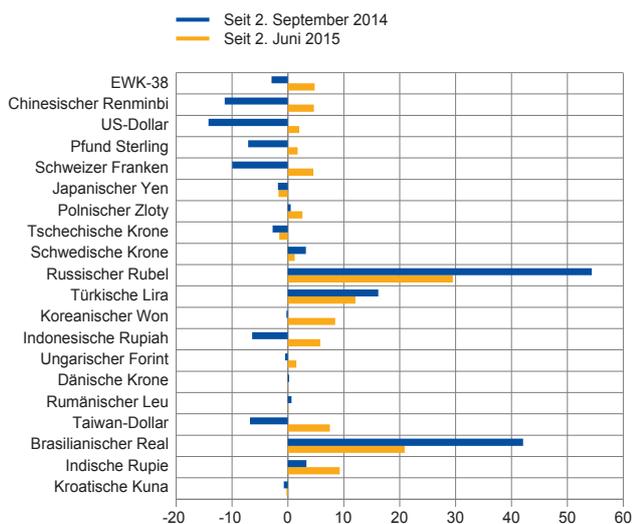
Der EONIA stabilisierte sich zwischen Anfang Juni und Anfang September bei allmählich steigender

Überschussliquidität. Nachdem er im Folge der Ankündigung des erweiterten APP sukzessive gesunken war, stabilisierte er sich wieder und wies in der Phase von Anfang Juni bis 2. September bei allmählich steigender Überschussliquidität einen Durchschnittswert von -0,12 % auf. Die höhere Überschussliquidität ergab sich in erster Linie aus den Ankäufen im Rahmen des APP und aus dem im Juni zugeteilten

gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft. Kasten 2 enthält nähere Informationen zu den Liquiditätsbedingungen und geldpolitischen Geschäften. Der Dreimonats-EURIBOR, der Ende April erstmals in den negativen Bereich gesunken war, setzte seinen Abwärtstrend fort und belief sich am 2. September auf -0,033 %. Anhand von TARGET2-Transaktionsdaten liefert Kasten 3 zurückreichend bis 2008 weitere Einblicke in die Entwicklung am unbesicherten Tagesgeldmarkt, während in Kasten 4 kurz in Erinnerung gerufen wird, worum es sich bei TARGET-Salden handelt und welche Faktoren ihrer Entwicklung zugrunde liegen.

Abbildung 10 Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Prozentuale Veränderung in Relation zum 2. September 2015. „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets.

Der effektive Wechselkurs des Euro erhöhte sich zwischen Anfang Juni und dem 2. September

um 4,8 %. In Relation zum US-Dollar wertete die Gemeinschaftswährung um 2,0 % auf (siehe Abbildung 10). Auch gegenüber dem Pfund Sterling, dem Schweizer Franken, der schwedischen Krone und dem chinesischen Renminbi verzeichnete sie Kursgewinne. Aufgrund der sinkenden Ölpreise und der schwachen russischen Konjunktur geriet

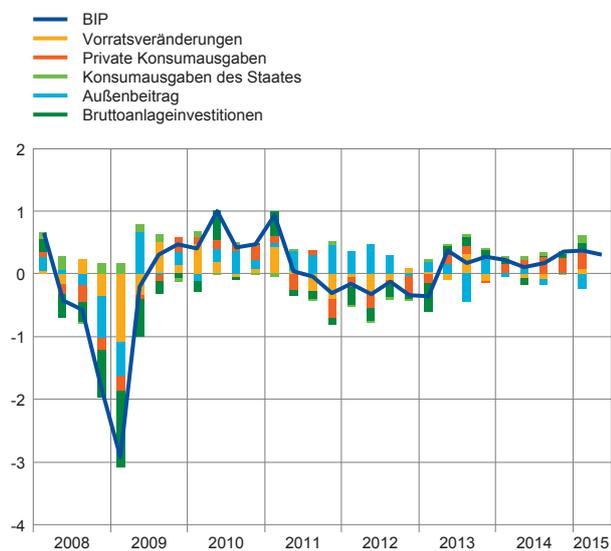
der russische Rubel unter Abwärtsdruck, woraufhin der Euro zum Rubel um 30 % zulegte. Gegenüber den Währungen einiger anderer Schwellenländer und Rohstoffexportländer gewann er ebenfalls an Wert. In Relation zum japanischen Yen und zur tschechischen Krone wertete er hingegen ab. Die dänische Krone wurde weiterhin in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses gehandelt. Kasten 5 geht auf die jüngste Aktualisierung der Außenhandelsgewichte ein, die der Berechnung der effektiven Wechselkurse des Euro zugrunde liegen.

3 Konjunkturentwicklung

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet hat sich sukzessive weiter gefestigt, wenn auch etwas langsamer als bislang angenommen. Im zweiten Quartal 2015 stieg das reale BIP des Eurogebiets erneut, obgleich sich das Tempo gegenüber dem ersten Vierteljahr leicht abschwächte. Für das zweite Halbjahr 2015 deuten die jüngsten Umfrageindikatoren auf ein weitgehend ähnliches Wachstum hin wie im zweiten Quartal. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte sich die konjunkturelle Belebung fortsetzen. Der niedrige Ölpreis wird sich positiv auf das real verfügbare Einkommen und damit auch auf die privaten Konsumausgaben und die Ertragskraft der Unternehmen auswirken. Darüber hinaus sollte der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs zusätzlich zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen insgesamt beitragen und den Zugang zu Krediten erleichtern, was die Investitionstätigkeit der Unternehmen anregen dürfte. Zugleich wird erwartet, dass das Wachstum etwas schwächer als bisher angenommen ausfallen wird. Dies hängt vor allem mit der wirtschaftlichen Abkühlung in den Schwellenländern und der damit einhergehenden dämpfenden Wirkung auf die globale Konjunktur und damit auf die Nachfrage nach Exporten des Euroraums zusammen. Vor diesem Hintergrund gehen die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 von einer etwas verhalteneren Entwicklung des Wachstums aus, als dies in den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2015 der Fall war.

Abbildung 11
Wachstum des realen BIP des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorquartal in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Bei den Angaben zum BIP-Wachstum des Euro-Währungsgebiets für das zweite Quartal 2015 handelt es sich um die Schnellschätzung von Eurostat.

Im zweiten Quartal 2015 stieg das reale BIP des Euroraums erneut, wenn auch etwas langsamer als im ersten Jahresviertel.

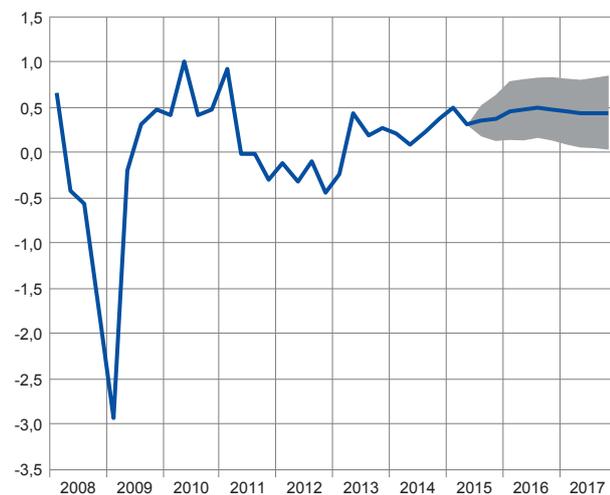
Laut der Schnellschätzung von Eurostat erhöhte sich das reale BIP im zweiten Vierteljahr 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 0,4 % im ersten Jahresviertel (siehe Abbildung 11). Damit blieb das Wachstum etwas hinter den Annahmen, die von den Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 unterstellt worden waren, zurück. Zwar lag bei Redaktionsschluss für die vorliegende Ausgabe des Wirtschaftsberichts noch keine Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten vor, doch lassen die verfügbaren Daten auf einen positiven Wachstumsbeitrag der privaten Konsumausgaben und des Außenhandels schließen, wobei Letzterer aufgrund des günstigen Euro-Wechselkurses von einer Erhöhung des Exportmarktanteils des Euroraums profitierte. Von den Investitionen und Vorratsveränderungen dürften im zweiten Quartal hingegen negative Wachstumsimpulse ausgegangen sein.

Die Indikatoren für das Unternehmensvertrauen legen nahe, dass sich das Wachstum auf kurze Sicht in ähnlichem Tempo fortsetzen wird wie im zweiten Jahresviertel. Die bis August verfügbaren Umfragedaten deuten kurzfristig auf ein anhaltend moderates Wachstum hin. So verbesserten sich sowohl der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission als auch der

Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie vom zweiten Vierteljahr 2015 bis zu den ersten beiden Monaten des dritten Quartals leicht. Beide Indikatoren lagen zudem im Juli und August über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Während sowohl der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung als auch der EMI im August Zuwächse verzeichneten, ging das Unternehmerv Vertrauen im Sektor der Investitionsgüter und der Vorleistungsgüter zurück. Dies war zum Teil auf eine schlechtere Beurteilung der Auftragslage im Exportgeschäft vor dem Hintergrund einer Eintrübung der globalen Wachstumsaussichten zurückzuführen. Obschon der schwächere Welthandel die Wachstumsdynamik im Eurogebiet dämpft, dürften die vorangegangene Abwertung des Euro und das niedrige Zinsniveau die Unternehmensinvestitionen stützen. Zudem sollten die günstige Arbeitsmarktentwicklung und die niedrigeren Energiepreise den privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht Auftrieb verleihen.

Abbildung 12
Reales BIP des Euro-Währungsgebiets
(einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und der Aufsatz „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015“, veröffentlicht am 3. September 2015 auf der Website der EZB.
Anmerkung: Arbeitstäglich bereinigte Daten. Die dargestellten, den zentralen Projektionspfad umgebenden Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt.

Die Einschätzung einer langsameren wirtschaftlichen Belebung spiegelt sich auch in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 wider.¹

Den Projektionen zufolge wird die Konjunkturerholung in den nächsten beiden Jahren allmählich an Breite gewinnen, wenn auch – insbesondere wegen der Abkühlung in den aufstrebenden Volkswirtschaften – langsamer als bisher angenommen. Positive Wachstumsbeiträge dürften von der Binnennachfrage und – in geringerem Umfang als bislang – von der Auslandsnachfrage ausgehen. Auf kurze bislang mittlere Sicht sollten die geldpolitischen Maßnahmen der EZB die Wirtschaftstätigkeit über eine Vielzahl von Kanälen weiter stützen. Die Bankkreditzinsen werden den Erwartungen zufolge auf einem historischen Tief verharren, und der äußerst akkommodierende geldpolitische Kurs dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – vor allem die Anlageinvestitionen – günstig beeinflussen. Zugleich ist davon auszugehen, dass die zögerliche Umsetzung von Strukturreformen und die erforderlichen Bilanzanpassungen in einigen Sektoren auch weiterhin das Wirtschaftswachstum belasten. Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen

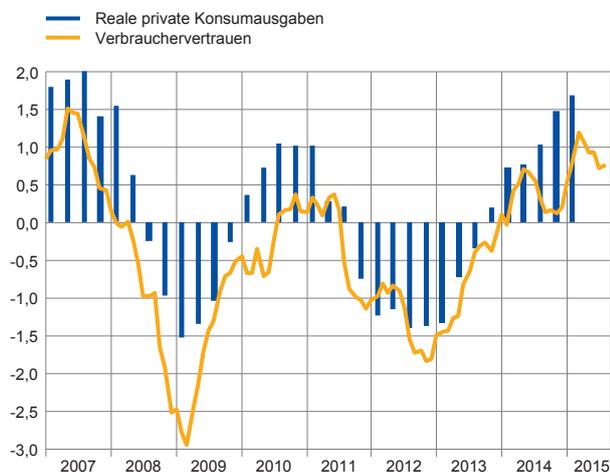
Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP im Eurogebiet in diesem Jahr auf 1,4 %, im Jahr 2016 auf 1,7 % und im Jahr 2017 auf 1,8 % belaufen (siehe Abbildung 12).

Der Anstieg der privaten Konsumausgaben – Haupttriebfeder des Wachstums im vergangenen Jahr – dürfte in jüngster Zeit etwas an Dynamik verloren haben. So erhöhte sich der zusammengefasste Indikator der Einzelhandelsumsätze und Pkw-

¹ Siehe „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015“, abrufbar unter www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.de.pdf?3733c7ff1a4072123c81757486566b3f2.

Abbildung 13
Private Konsumausgaben und Verbrauchervertrauen
im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; mittelwertbereinigt)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Neuzulassungen im Euroraum im zweiten Vierteljahr 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 1,3 % im ersten Jahresviertel. Während sich der private Verbrauch im zweiten Quartal abgeschwächt haben dürfte, lag der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator des Verbrauchervertrauens im Euro-Währungsgebiet, der recht gute Hinweise auf die trendmäßige Konsumententwicklung liefert, im August über seinem langjährigen Durchschnitt und deutete auf eine anhaltende Wachstumsdynamik hin (siehe Abbildung 13).

Was die künftige Entwicklung anbelangt, so dürfte das Wachstum der privaten Konsumausgaben der bestimmende Faktor der konjunkturellen Erholung bleiben. Die günstigen Auswirkungen der niedrigeren Energiepreise auf das real verfügbare Einkommen sollten den privaten Konsum weiter stützen. Im weiteren Zeitverlauf ist angesichts des robusten Beschäftigungswachstums und der stärkeren

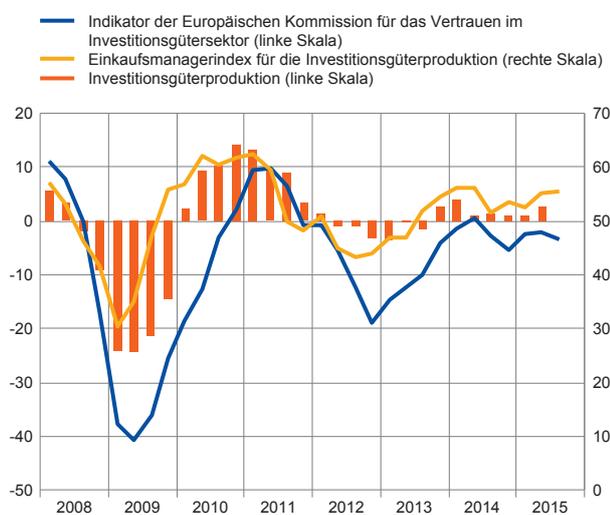
Zunahme des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ein Anstieg des Lohneinkommens zu erwarten. Auch die Lockerung der Finanzierungsbedingungen sowie niedrige Finanzierungskosten und die Sondermaßnahmen der EZB sollten den privaten Konsum weiter beflügeln.

Das Wachstum der Gesamtinvestitionen im Euroraum dürfte sich im zweiten Quartal 2015 verlangsamt haben. Im ersten Jahresviertel wirkten sich der Anstieg der Nachfrage, die günstigen Finanzierungsbedingungen, der milde Winter und die in einigen Ländern vorübergehend gewährten steuerlichen Anreize positiv auf die Investitionen aus. Im zweiten Vierteljahr 2015 dürfte das Investitionswachstum

schwächer ausgefallen sein, da die Dynamik der Investitionsgüterproduktion nachließ und die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe weitgehend gleich blieb. Im Baugewerbe sprechen die geringere Zunahme der Bauproduktion und das weiterhin auf einen Abschwung hinweisende Niveau der Vertrauensindikatoren für ein schwaches Wachstum der Bauinvestitionen im zweiten Quartal.

Abbildung 14
Investitionsgüterproduktion und Investitionsneigung im
Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; prozentualer Saldo; Index)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und Markit.

Die Unternehmensinvestitionen dürften zwar langsamer steigen als ursprünglich angenommen, den Konjunkturaufschwung jedoch weiterhin maßgeblich bestimmen. Die Umfrageergebnisse für den Investitionsgütersektor lassen bis August auf eine weitgehende Stabilisierung bzw. einen leichten Rückgang des Vertrauens sowie eine Eintrübung der Produktionserwartungen schließen (siehe Abbildung 14). Die kurzfristigen Investitionsaussichten werden zudem durch das schlechtere außenwirtschaftliche Umfeld belastet.

Gleichwohl sollten die Unternehmensinvestitionen angesichts der sehr akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik, der verbesserten Kreditangebotsbedingungen, der höheren Gewinnaufschläge, der steigenden Nachfrage und des Ersatzbedarfs allmählich wieder anziehen.

Abbildung 15
Exportmarktanteil des Euro-Währungsgebiets

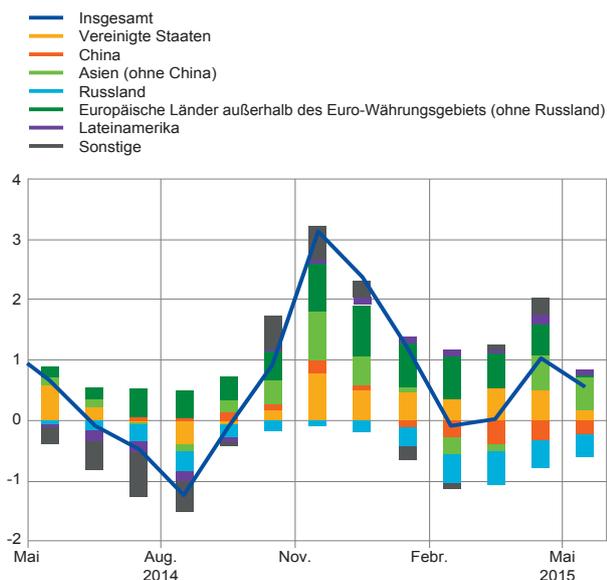
(Gesamte Warenausfuhr des Euro-Währungsgebiets in % des gesamten weltweiten Warenexports)



Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.

Abbildung 16
Volumen der Warenausfuhren in wichtige Partnerländer außerhalb des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In die Gruppe „europäische Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ fallen auch einige Nicht-EU-Länder (z. B. Norwegen, die Schweiz und die Türkei).

Die Bauinvestitionen dürften im zweiten Halbjahr 2015 nach und nach wieder zunehmen.

Nach einer lang anhaltenden Anpassungsperiode sollten die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen und der Anstieg des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte die Bauinvestitionen stützen. Zudem dürften sich die fortschreitenden Anpassungsprozesse an den Wohnimmobilienmärkten einiger Euro-Länder, die sich an der Trendwende bei den Baugenehmigungen und den Preisen für Wohnimmobilien ablesen lassen, im Laufe der Zeit positiv auf die Wohnungsbauinvestitionen auswirken.

Aufgrund des schwächeren außenwirtschaftlichen Umfelds wurden die Erwartungen für das Exportwachstum zurückgenommen.

Die Zunahme der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen des Euroraums verlangsamte sich im ersten Vierteljahr 2015 etwas. Auch wenn sich das weltweite Wachstum deutlich verringerte, lassen die Warenhandelsdaten für das zweite Quartal 2015 auf ein Anziehen der Warenexporte und somit eine Ausweitung des Exportmarktanteils des Eurogebiets im ersten Halbjahr 2015 schließen, was zum Teil auf den günstigen Wechselkurs des Euro zurückzuführen ist (siehe Abbildung 15). In dieser Entwicklung spiegelt sich ein Anstieg der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten und Asien (ohne China) wider, während die Exporte nach China und Russland verhalten blieben (siehe Abbildung 16).

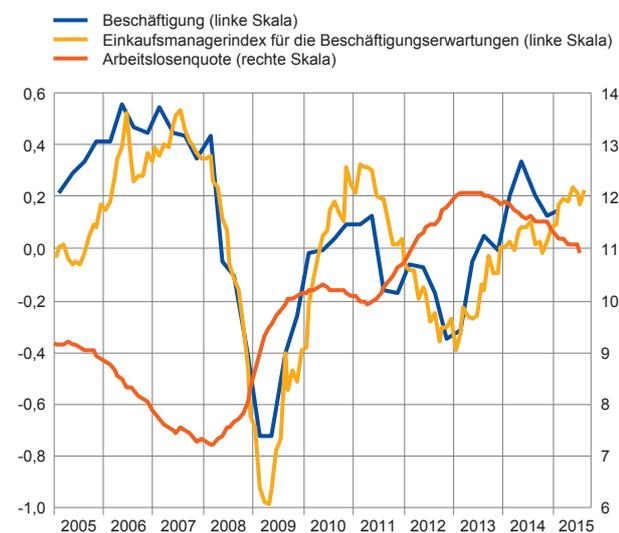
Was die Zukunft betrifft, so wird das Exportwachstum den Projektionen zufolge jedoch deutlich hinter dem vor der Krise verzeichneten Niveau zurückbleiben,

was auf eine schwächere globale Nachfrage und eine geringere Elastizität des Welthandels gegenüber dem globalen Wirtschaftswachstum zurückzuführen ist. Die Einfuhren des Euroraums dürften mittelfristig im Einklang mit der Erholung der Binnennachfrage weiter zunehmen. Infolgedessen wird der Außenhandel in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich einen weitgehend neutralen Beitrag zum Wachstum des realen BIP leisten.

Abbildung 17

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index: in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt.

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

Die Zahl der Beschäftigten (siehe Abbildung 17) erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2015 geringfügig um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (darüber hinausgehende Angaben liegen noch nicht vor). Auf sektoraler Ebene wurde das Beschäftigungswachstum durch die positive Entwicklung im Baugewerbe getragen. Im Dienstleistungssektor wies die Beschäftigung indes das vierte Quartal in Folge geringere Zuwachsraten auf. Trotz einer Zunahme der Gesamtbeschäftigung ging die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im ersten Vierteljahr leicht zurück, was einen Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen widerspiegelt. Umfrageergebnisse deuten auf eine erneut positive Beschäftigungsentwicklung im zweiten Jahresviertel 2015 hin. Diese Indikatoren legen zudem nahe, dass sich die Arbeitsmarktlage im zweiten Quartal 2015 in der Industrie und im Dienstleistungssektor etwas verbessern und im Baugewerbe leicht verschlechtern wird.

Ausgehend von einem erhöhten Niveau sinkt die Arbeitslosigkeit sukzessive weiter.

Die Arbeitslosenquote im Eurogebiet verringerte sich von 11,2 % im ersten Jahresviertel auf 11,1 % im zweiten Quartal 2015 und fiel im Juli weiter auf 10,9 %. Der anhaltende Rückgang der Arbeitslosenquote ist in allen Arbeitnehmergruppen – bei jungen und älteren Beschäftigten und bei Männern und Frauen – sowie in den meisten Euro-Ländern zu beobachten, wenngleich noch erhebliche Unterschiede in den einzelnen Altersgruppen und Ländern bestehen.

Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürften sich die Arbeitsmärkte des Euroraums auf kurze bis mittlere Sicht weiterhin positiv entwickeln.

Mit Blick auf die kommenden Quartale wird erwartet, dass sich das Beschäftigungswachstum angesichts der konjunkturellen Erholung leicht beschleunigt. Infolgedessen sollte die Arbeitslosenquote im Zuge der sich ausweitenden Erholung weiter sinken.

Die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Euro-Währungsgebiet sind nach wie vor abwärtsgerichtet.

Darin kommt im Wesentlichen die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit dem außenwirtschaftlichen Umfeld zum Ausdruck. Vor allem die Entwicklung in den Schwellenländern könnte das weltweite Wachstum über Handels- und Vertrauenseffekte weiter beeinträchtigen.

4 Preise und Kosten

Die am HVPI gemessene Teuerungsrate hat sich in letzter Zeit auf einem niedrigen positiven Niveau stabilisiert. Ausgehend von den verfügbaren Daten und den derzeitigen Ölterminpreisen werden die jährlichen HVPI-Inflationsraten auf kurze Sicht sehr niedrig bleiben. Die jährliche Teuerung nach dem HVPI wird den Erwartungen zufolge gegen Ende des Jahres zunehmen, was auch mit Basiseffekten aufgrund des Ölpreistrückgangs Ende 2014 zusammenhängt. Die Inflationsraten dürften sich

Abbildung 18

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



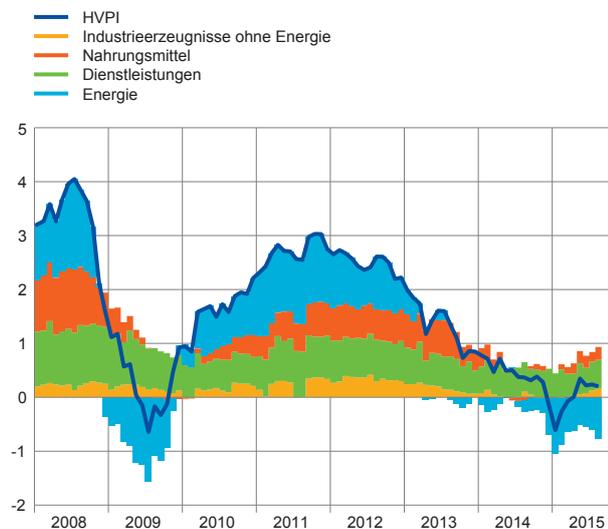
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2015 (Vorausschätzung).

Abbildung 19

Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamteinflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2015 (Vorausschätzungen).

2016 und 2017 weiter erhöhen. Getragen wird diese Entwicklung von der erwarteten Konjunkturerholung, dem Durchwirken vorangegangener Euro-Abwertungen und der an den Ölterminmärkten aktuell eingepreisten Annahme eines leichten Anziehens der Ölnotierungen in den kommenden Jahren. Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015 davon aus, dass die jährliche HVPI-Inflation im Jahr 2015 bei 0,1 %, im Jahr 2016 bei 1,1 % und im Jahr 2017 bei 1,7 % liegen wird. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate vornehmlich aufgrund niedrigerer Ölpreise nach unten korrigiert.

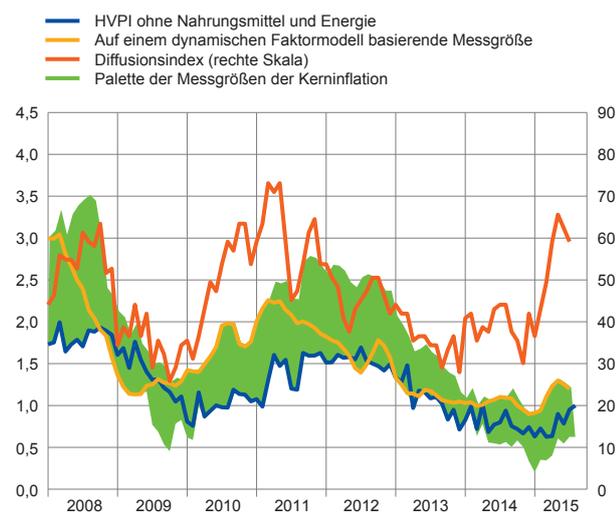
Die am HVPI gemessene Teuerungsrate hat sich in letzter Zeit auf einem niedrigen positiven Niveau stabilisiert, nachdem sie sich gegenüber den im früheren Jahresverlauf verzeichneten negativen Werten erhöht hatte (siehe Abbildung 18). Der

Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im August wie bereits in den beiden Vormonaten bei 0,2 %. Diese jüngste Stabilisierung spiegelt zwei Arten sich gegenseitig kompensierender Faktoren wider (siehe Abbildung 19). Auf der einen Seite schwächte der erneute Ölpreistrückgang den Anstieg der Energiepreise ab. Auf der anderen Seite nahm die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel in den vergangenen Monaten infolge des Preisanstiegs bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie leicht zu, während die Inflationsrate im Dienstleistungssektor weitgehend stabil blieb. Darüber hinaus kam es im August bei den Nahrungsmitteln angesichts eines höheren Beitrags der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel zu einem Teuerungsschub, wohingegen die Inflationsrate bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln aufgrund des dämpfenden Einflusses der Preise für Molkereiprodukte mehr oder weniger konstant blieb.

Durch die Entwicklung der Energie- und der Nahrungsmittelpreise wurde das Inflationsmuster im Euroraum in den letzten Quartalen bestärkt. Seit Juli 2014, als die Ölpreise drastisch zu sinken begannen, liegt die Teuerungsrate bei Energie im negativen Bereich. Nachdem der Rohölpreis Mitte Juni 2014 einen Höchststand erreicht hatte, gab er bis Januar 2015 um rund 50 % (in Euro gerechnet) nach. Mit dem Wiederanziehen der Ölpreise zu Jahresbeginn nach diesem Tief begann sich in der ersten Hälfte dieses Jahres auch das Preisniveau bei Energie wieder zu erhöhen. Seit Juli haben die Ölpreise tendenziell jedoch erneut nachgegeben und üben somit einen Abwärtsdruck auf die Teuerung bei Energie aus. Ähnlich verhält es sich mit der Entwicklung der Nahrungsmittelpreise; ihr Inflationsbeitrag ging 2014 deutlich zurück, hat seit Anfang dieses Jahres aufgrund signifikanter Basiseffekte jedoch wieder leicht zugenommen. Im historischen Vergleich ist die Preissteigerung bei Nahrungsmitteln dennoch nach wie vor recht gering (siehe Kasten 7).

Abbildung 20
Messgrößen der Kerninflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Palette der Messgrößen der Kerninflation umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie; HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie; HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel; getrimmter Mittelwert (10 %); getrimmter Mittelwert (30 %); der Median des HVPI und die auf dem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße. Der Diffusionsindex wird als Anteil individueller HVPI-Positionen, deren Jahresänderungsrate in den letzten drei Monaten gestiegen ist, berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (Vorausschätzung) auf August 2015 und für alle übrigen Indikatoren auf Juli 2015.

Die jüngsten Indikatoren deuten auf einen allmählichen Anstieg der Kerninflation hin.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie (eine Messgröße für die Kerninflation) blieb im August mit 1,0 % unverändert. Die meisten anderen der zahlreichen Indikatoren der Kerninflation, wie sie Kasten 4 der vorherigen Ausgabe des Wirtschaftsberichts¹ zu entnehmen sind, lagen im Juli 2015 weiterhin auf einem höheren Niveau als zu Jahresbeginn (siehe Abbildung 20). Vom Durchwirken der starken Abwertung des Euro von Mai 2014 bis April 2015 auf die Verbraucherpreise ohne Energie sowie von der anhaltenden Erholung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage im Euro-Währungsgebiet dürften Impulse für einen weiteren Anstieg der Kerninflation ausgehen. Es ist jedoch noch zu früh, um daraus die Schlussfolgerung zu ziehen, dass sich die Kerninflation in einem Aufwärtstrend befindet, da die indirekten Folgen der Verbilligung von Öl und sonstigen Rohstoffen sowie einer weltweit niedrigen Teuerung vorübergehend erneuten Abwärtsdruck ausüben könnten. Durch die jüngste Aufwertung des Euro könnte darüber hinaus der aufwärtsgerichtete Einfluss der vorangegangenen

kräftigen Euro-Abwertung zum Teil verringert werden.

Die Auswirkungen des Wechselkursrückgangs machen sich zunehmend deutlich in einem stärkeren Preisauftrieb bei Waren bemerkbar.

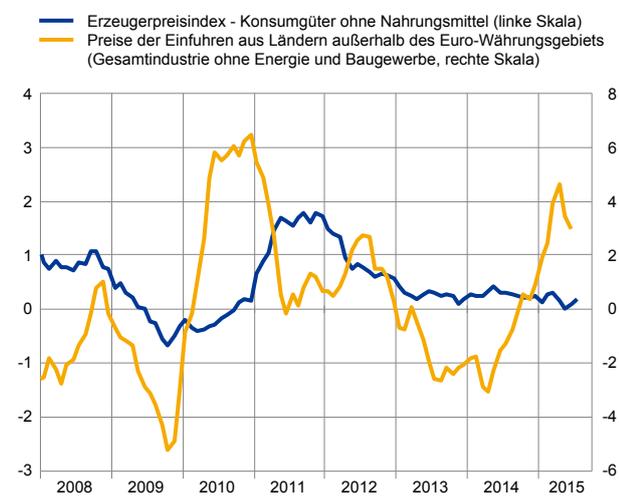
Die Preissteigerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie stieg über zahlreiche Positionen hinweg an, und zwar von -0,1 % im Februar 2015 auf 0,6 % im August. In diesem Aufwärtstrend spiegeln sich das Durchwirken der aufgrund der Euro-Abwertung deutlich höheren Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel

¹ Siehe EZB, Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht? Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2015, Juli 2015.

Abbildung 21

Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich für den Erzeugerpreisindex auf Juli 2015 und für die Einfuhrpreise auf Juni 2015.

und der Konsumzuwachs bei Gebrauchsgütern in den letzten Quartalen wider.

Die Auswirkungen der Euro-Abwertung auf den binnenwirtschaftlichen Preisdruck dürften in den kommenden Quartalen stärker zutage treten.

Während die Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel aus Ländern außerhalb des Eurogebiets auf erhöhtem Niveau blieben (siehe Abbildung 21), waren die binnenwirtschaftlichen Faktoren für einen sich aufbauenden Preisdruck hingegen nach wie vor schwach. So weist der Preisdruck bei Nahrungsmitteln auf eine mäßige Dynamik entlang der Preiskette hin; die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel war mit 0,2 % im Juli den zweiten Monat in Folge leicht gestiegen. Umfrageindikatoren haben sich kürzlich abgeschwächt. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Vorleistungspreise ohne Nahrungsmittel im Einzelhandel ging im August weiter zurück und unterbrach damit die bis Juni verzeichnete Aufwärtsbewegung. Trotz des lediglich gedämpften Anstiegs der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise

für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel sollte sich die jüngste Aufwärtsbewegung fortsetzen, da die kräftige Euro-Abwertung zunehmend auf die Verbraucherpreise durchwirkt.

Der binnenwirtschaftliche Preisdruck hat sich gegenwärtig stabilisiert. Der BIP-Deflator – ein Indikator für den binnenwirtschaftlichen Preisdruck – erhöhte sich im ersten Quartal 2015 geringfügig, worin die nach wie vor schwache Entwicklung der Arbeitskosten und ein moderates Anziehen der Gewinnmargen zum Ausdruck kam. Die Steigerungsrate der Lohnstückkosten war im ersten Quartal 2015 leicht rückläufig, da die Produktivität stärker zunahm als das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. Das Gewinnwachstum (gemessen am Bruttobetriebsüberschuss) hat etwas zugelegt, was auf den Einfluss der laufenden Belebung des realen BIP-Wachstums und eine höhere Steigerungsrate des Gewinns je Produktionseinheit zurückzuführen war.

Die starke wirtschaftliche Unterauslastung dämpft nach wie vor den Preisaufrtrieb im Dienstleistungsbereich. Die Jahresteuerrate im Dienstleistungssektor schwankte in den letzten Monaten um die Marke von gut 1,0 %. Zum Großteil gehen diese Schwankungen auf den Einfluss von Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie die anhaltend gedämpfte Entwicklung sowohl des Lohnwachstums als auch der Gewinnmargen zurück. Für das schwache Wachstum der Löhne und Gewinnmargen dürften mehrere Faktoren ursächlich sein. Hierzu zählen das hohe Niveau der Unterauslastung in der Wirtschaft und auf dem Arbeitsmarkt und eine stärkere Flexibilität der Löhne und Preise in einigen Ländern aufgrund der in den letzten Jahren erfolgten Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten.

Abbildung 22

Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

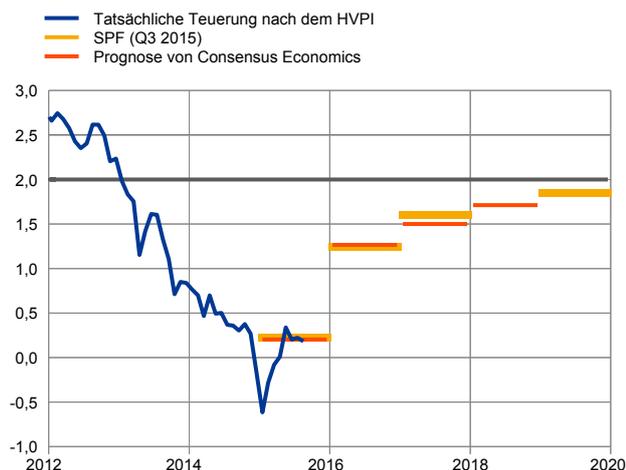


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. September 2015.

Abbildung 23

Umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Reuters, Survey of Professional Forecasters der EZB, EZB-Berechnungen und Consensus Economics.
Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis August 2015 (Vorausschätzungen); die SPF-Angaben beruhen auf den Ergebnissen der Umfrage vom dritten Quartal 2015. Die Langfristprognose bezieht sich auf den Stand in fünf Jahren. Die Angaben von Consensus Economics beruhen für 2015 und 2016 auf den Prognosen vom August 2015 und für die längerfristigen Vorhersagen auf den Prognosen vom April 2015.

Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen waren in letzter Zeit rückläufig, nachdem seit Januar ein anhaltender Aufwärtstrend beobachtet worden war; die umfragebasierten Messgrößen hingegen sind relativ stabil geblieben. Der Aufwärtstrend bei den Inflationserwartungen, auf den inflationsindexierte Swaps seit Anfang 2015 hindeuteten, kam Ende Juni zum Stillstand. Insgesamt gesehen sind die langfristigen inflationsgebundenen Terminswapsätze in den ersten sechs Monaten dieses Jahres um etwa 0,4 Prozentpunkte gestiegen. Von Ende Juni bis Anfang September waren diese Raten angesichts einer sich abzeichnenden Abschwächung der Weltwirtschaftsaktivität und sinkender Rohstoffpreise rückläufig. Trotzdem können auch andere Faktoren zu dieser Entwicklung beigetragen haben, z. B. die in den Sommermonaten niedrige Marktliquidität und die in den inflationsgebundenen Swapsätzen zum Ausdruck kommenden geringeren Inflationsrisikoprämien. Die fünfjährige Inflationsrate in fünf Jahren verringerte sich von Anfang Juli bis zum 2. September um 15 Basispunkte auf zuletzt 1,7 % (siehe Abbildung 22). Im selben Zeitraum gaben die kurz- bis mittelfristigen Inflationsswapsätze stärker nach als die längerfristigen Sätze. Die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen sind bislang relativ stabil geblieben und deuten nach wie vor darauf hin, dass auf mittlere Sicht die Inflationserwartungen auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehren werden (siehe Abbildung 23).

Insgesamt wird projiziert, dass die Teuerung nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ab Ende 2015 ansteigen wird (siehe Abbildung 18). Auf der Grundlage der Mitte August verfügbaren Daten gehen die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum vom September 2015 davon aus, dass die durchschnittliche HVPI-Inflation im laufenden Jahr 0,1 % betragen, 2016 auf 1,1 % und 2017 auf 1,7 % steigen wird.² Die anfängliche Zunahme resultiert vor allem aus Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Fall der Ölpreise in der Vergangenheit. Den Projektionen zufolge wird die Gesamtinflation 2016 und 2017 merklich zunehmen, da der weitere Abbau der Überkapazitäten in der

² Siehe den Aufsatz „Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015“, veröffentlicht am 3. September 2015 auf der Website der EZB.

Wirtschaft und am Arbeitsmarkt die Kerninflation schrittweise ansteigen lassen dürfte. Impulse für eine Inflationserhöhung gehen darüber hinaus vom wachsenden außenwirtschaftlichen Preisdruck aus, der durch die langsame Weitergabe der Wechselkursentwicklung an die Verbraucherpreise und die aufwärtsgerichteten Effekte der erwarteten Verteuerung von Energie und Rohstoffen ohne Energie bedingt wird; hinzu kommen kräftige aufwärtsgerichtete Basiseffekte im Zusammenhang mit dem jüngsten Ölpreisrückgang. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2015 wurden die Aussichten für die HVPI-Inflation über den gesamten Projektionshorizont hinweg nach unten revidiert, für 2017 allerdings nur geringfügig. Die Abwärtskorrektur spiegelt hauptsächlich die direkten und indirekten Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise wider.

Unter Berücksichtigung der jüngsten Ölpreisentwicklung und der aktuellen Wechselkurse ergeben sich Abwärtsrisiken für die von Experten der EZB erstellten Inflationsprojektionen vom September 2015. Seit dem Stichtag der für die Projektionen vom September maßgeblichen technischen Annahmen sind die Ölpreise gesunken, während der effektive Wechselkurs des Euro anzog, was zum Teil mit den Finanzmarkturbulenzen in einigen Schwellenländern zusammenhing.

Die Erholung der Preise für Wohneigentum ist relativ breit basiert, obwohl der Preisanstieg am Immobilienmarkt in den einzelnen Euro-Ländern weiterhin uneinheitlich ist. Der von der EZB erstellte Preisindikator für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet erhöht sich nach wie vor in recht gemäßigttem Tempo und stieg im ersten Quartal 2015 um 1,0 % (Vorjahresvergleich). Die Wohnimmobilienpreise im Eurogebiet als Ganzes dürften in der nächsten Zeit vor dem Hintergrund der verbesserten Aussichten in Bezug auf das Einkommen der privaten Haushalte und die Beschäftigung sowie günstiger Finanzierungsbedingungen und einer Korrektur der vorherigen Überbewertungen der Hauspreise noch weiter zulegen.³

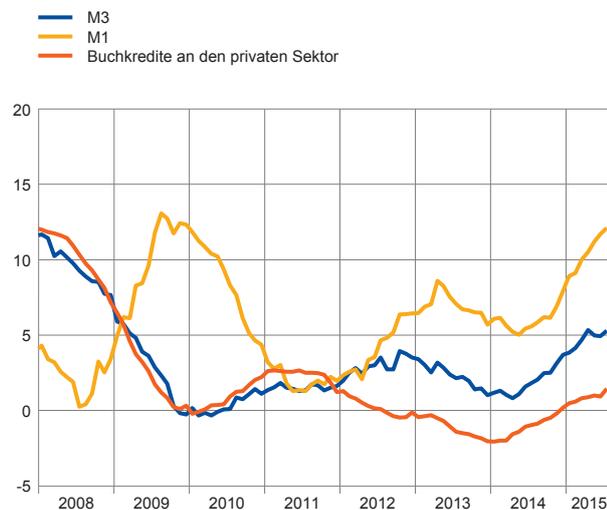
³ Siehe EZB, Aktueller Stand des Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Vor dem Hintergrund des sehr niedrigen Zinsniveaus hat sich das Geldmengen- und Kreditwachstum weiter erholt. Dabei wird das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats vor allem von Portfoliumschichtungen und einer günstigeren Kreditvergabedynamik getragen. Ferner ging von den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) und dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) ein positiver Beitrag zur Entwicklung der Geldmengen-

Abbildung 24
Geldmenge M3 und M1 sowie Buchkredite an den privaten Sektor

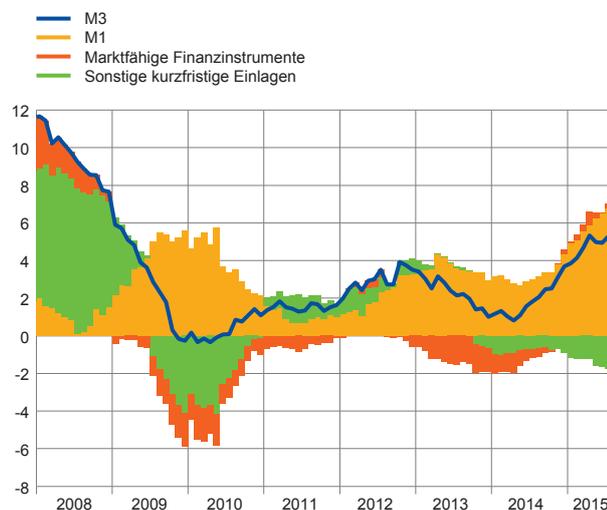
(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Abbildung 25
M3 und Hauptkomponenten von M3

(Beitrag zur Jahreswachstumsrate von M3; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

und Kreditindikatoren aus. Die Refinanzierungskosten der Banken pendelten sich im zweiten Quartal 2015 auf historischen Tiefständen ein. Die weitere Erholung des Kreditwachstums, welche nun schrittweise zum Tragen kommt, wurde nach wie vor von den günstigen Kreditvergabebedingungen gestützt. Zudem haben sich die nationalen Zinsunterschiede bei Bankkrediten weiter verringert. Während Bankdarlehen die wichtigste externe Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften darstellen, hat sich das jährliche Wachstum der gesamten Außenfinanzierung dieser Unternehmen im zweiten Quartal 2015 Schätzungen zufolge stabilisiert. Insgesamt bestätigt die aktuelle Entwicklung, dass sich die geldpolitischen Maßnahmen der EZB allmählich in den Kreditvergabebedingungen niederschlagen und letztendlich der Dynamik der weit gefassten Geldmenge und des Kreditwachstums förderlich sind.

Die jüngsten monetären Daten untermauern insgesamt die Einschätzung eines robusten Geldmengenwachstums.

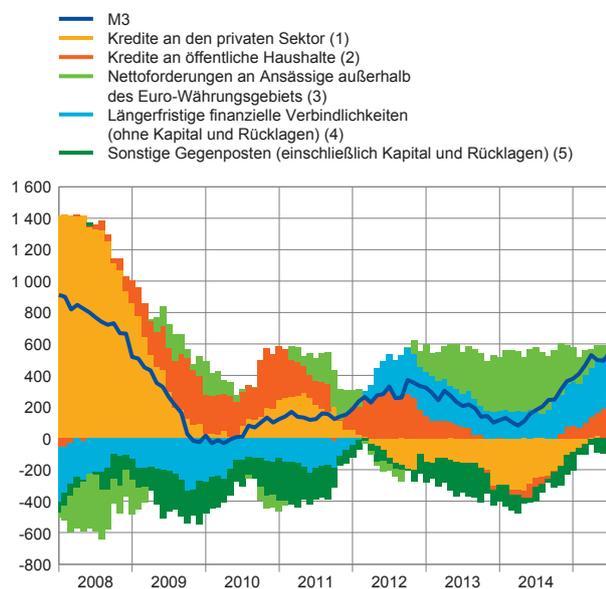
So belief sich die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 im Juli auf 5,3 % nach 5,0 % im zweiten Quartal 2015 (siehe Abbildung 24). Haupttriebfeder dieser Wachstumsbeschleunigung war das eng gefasste Geldmengenaggregat M1. Dessen jährliche Änderungsrate zog im Juli 2015 weiter auf 12,1 % an, verglichen mit 10,9 % im zweiten Jahresviertel. Die aktuelle Entwicklung der eng gefassten Geldmenge entspricht der Erwartung einer anhaltenden Konjunkturerholung.

Der geldhaltende Sektor konzentriert sich derzeit auf täglich fällige Einlagen.

Von M1 ging im Juli, wie auch im gesamten zweiten Quartal 2015, ein erheblicher Wachstumsbeitrag zur Geldmenge M3 aus (siehe Abbildung 25). Das sehr niedrige Zinsniveau bietet dem geldhaltenden Sektor Anreize zu Investitionen in täglich fällige M3-Einlagen. Im Wachstumsbeitrag der Geldmenge M1 spiegeln

Abbildung 26 Gegenposten zu M3

(Veränderung gegen Vorjahr; in Mrd €, saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt ($M3 = 1+2+3-4+5$).

sich auch Mittelzuflüsse im Zusammenhang mit dem Verkauf von Anleihen des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities durch den geldhaltenden Sektor im Zuge des erweiterten APP wider. Im ersten Halbjahr 2015 trug die niedrige Verzinsung weniger liquider monetärer Anlagen dazu bei, dass der Rückgang der sonstigen kurzfristigen Einlagen anhielt und das Wachstum von M3 weiter dämpfte. Von den marktfähigen Finanzinstrumenten (d. h. $M3-M2$) ging erneut ein Impuls zur Ausweitung von M3 aus, der schwach, aber positiv ausfiel.

Die Geldschöpfung verlagerte sich auch im Juli auf inländische Quellen, was teilweise mit der Wirkung der GLRGs und des APP zusammenhing.

Unter den Gegenposten zu M3 (siehe Abbildung 26) waren in den letzten Monaten eine Abkehr von längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und eine verstärkte Kreditvergabe an öffentliche Haushalte die Haupttriebfeder des jährlichen Geldmengenwachstums, während sich der Beitrag der Kredite an den privaten Sektor geringfügig ins Positive kehrte. Die jährliche

Änderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors war mit -6,5 % im Juli 2015 weiterhin deutlich negativ und gegenüber dem zweiten Quartal 2015 unverändert. Der Abbau der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs ist teilweise der Attraktivität der GLRGs als Alternative zu einer langfristigen marktbasierter Bankenrefinanzierung, aber auch den Käufen im Rahmen des APP zuzuschreiben. Die Kreditvergabe von MFIs (einschließlich des Eurosystems) an öffentliche Haushalte fiel im Juli höher aus; ausschlaggebend hierfür war die Erhöhung der Bestände beim Eurosystem im Rahmen seines Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP). Dagegen verringerten die Banken ihre Bestände an Staatspapieren weiter, woraus sich Spielraum für eine Neuausrichtung von Investitionen der MFIs zugunsten von Vermögenswerten des privaten Sektors ergab. Gleichzeitig sank der Beitrag der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, in welcher sich ein deutlicher Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums widerspiegelt, im zweiten Jahresviertel 2015 weiter und erreichte im Juli einen negativen Wert. Die im Juli verzeichneten umfangreichen Mittelabflüsse bei den Netto-Auslandsforderungen traten trotz des anhaltend positiven Beitrags des Leistungsbilanzüberschusses auf.

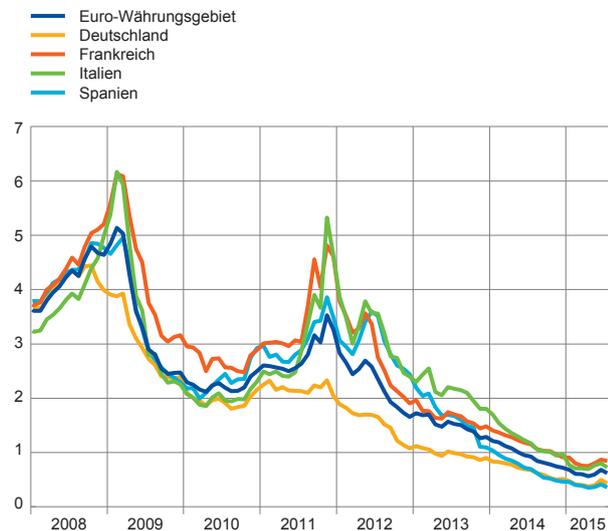
Die Refinanzierungskosten der Banken erhöhten sich zwar im zweiten Vierteljahr 2015 leicht, sind aber nach wie vor niedrig.

In den letzten Jahren wiesen die zusammengesetzten Refinanzierungskosten der Banken vor dem Hintergrund der Nettotilgungen längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten der MFIs einen Abwärtstrend auf (siehe Abbildung 27). Das erweiterte APP hat seit seiner Ankündigung erheblich zu einer weiteren Reduzierung der Refinanzierungskosten beigetragen. Der jüngste Anstieg der Fremdfinanzierungskosten der Banken war durch eine Zunahme der Renditen von Bankanleihen bedingt. Die Einlagenzinsen

Abbildung 27

Zusammengesetzte Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

(in % p. a.)

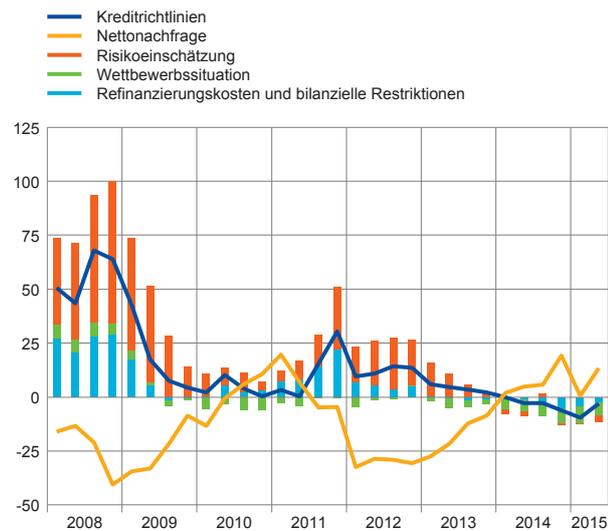


Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Durchschnitt der Einlagensätze im Neugeschäft (d. h. zusammengesetzte Kosten der Einlagen) und Kosten der Fremdfinanzierung am unbesicherten Markt, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände.

Abbildung 28

Ursachen für Verschärfungen der Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Nettokreditnachfrage

(durchschnittlicher Nettosaldo je Kategorie)



Quelle: EZB.
Anmerkung: „Refinanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen“ als ungewichteter Durchschnitt von „Eigenkapitalkosten“, „Refinanzierungsbedingungen auf dem Geld- oder Anleihemarkt“ und „Liquiditätsposition“. „Risikoeinschätzung“ als ungewichteter Durchschnitt von „Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten allgemein“, „Branchen- oder firmenspezifische Lage und Aussichten/Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer“ und „Werthaltigkeit der Sicherheiten“. „Wettbewerbssituation“ als ungewichteter Durchschnitt von „Konkurrenz durch andere Banken“, „Konkurrenz durch Nichtbanken“ und „Konkurrenz durch Marktfinanzierung“.

lagen unterdessen weiterhin stabil auf einem historisch niedrigen Niveau. In diesem Zusammenhang zeigte die [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet \(Bank Lending Survey\) vom Juli 2015](#), dass sich der Zugang der Banken zur Finanzierung über Privatkundeneinlagen und über Schuldtitel im zweiten Quartal 2015 verschlechterte. Ihr Zugang zu den Geldmärkten und zu Verbriefungsgeschäften verbesserte sich zwar weiter, jedoch weniger stark als im vorangegangenen Jahresviertel. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass sich die Einlagenkosten der Banken als Reaktion auf die Negativverzinsung der Einlagefazilität der EZB auf negatives Terrain zubewegen.

Die Kreditvergaberichtlinien der Banken werden durch günstige Entwicklungen auf Angebots- und Nachfrageseite gestützt.

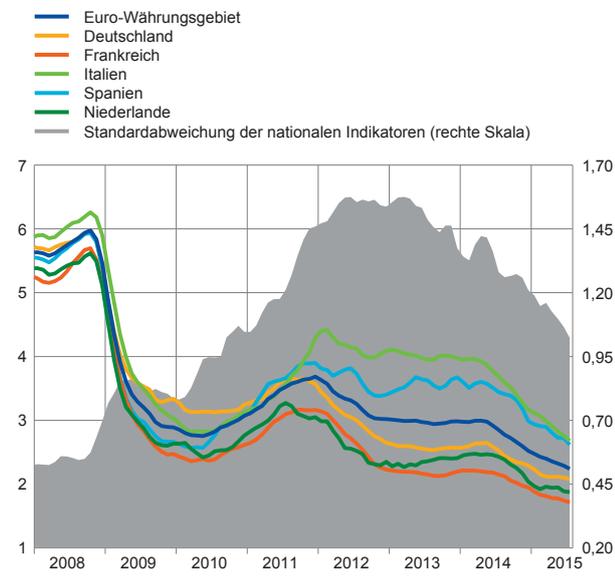
Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2015 geht hervor, dass ein verstärkter Wettbewerb zwischen den Banken im zweiten Quartal 2015 zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien für Unternehmen wie auch für private Haushalte beitrug. Zugleich wurde eine regere Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten beobachtet (siehe Abbildung 28). Die Bedingungen für die Neukreditvergabe wurden im zweiten Jahresviertel 2015 ebenfalls über alle Kategorien hinweg gelockert. Dies geschah in erster Linie über eine weitere Verringerung der Margen für durchschnittliche Kredite. Insgesamt liegt somit der Schluss nahe, dass der dämpfende Effekt der kreditangebotsseitigen Faktoren weiter nachgelassen hat und sich nachfrageseitige Faktoren allmählich leicht positiv auf das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auswirken. Dies dürfte der Ausweitung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor weiteren Auftrieb verleihen. In diesem Zusammenhang liefert die Juli-Umfrage Hinweise darauf, dass die Banken im zweiten Quartal auf Mittel aus den GLRGs zurückgriffen, um marktbasierende Finanzierungsquellen zu ersetzen und ihr Kreditangebot aufzustocken.

Die Bankkreditzinsen sanken im zweiten Vierteljahr weiter, wofür insbesondere die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB ausschlaggebend waren.

Die nominalen Kosten von Bankkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sind erheblich gesunken. Insbesondere seit dem dritten Quartal 2014, als die EZB ihre

Abbildung 29
Zusammengesetzter Indikator
der Kreditkosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

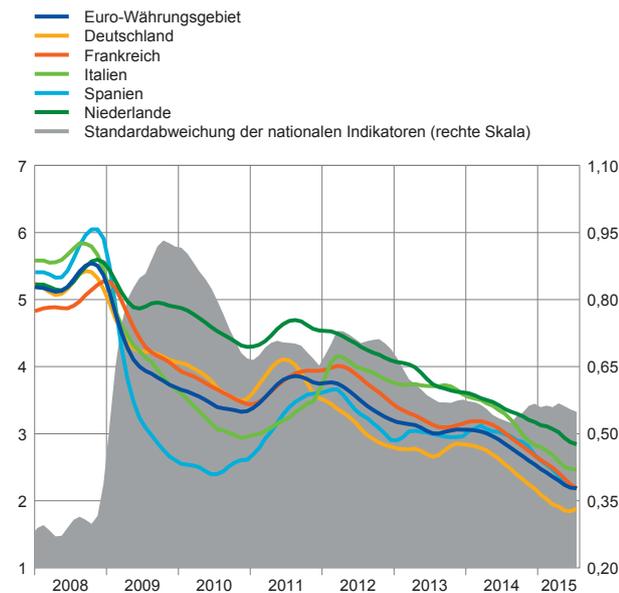


Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Abbildung 30
Zusammengesetzter Indikator der Kosten für
Wohnungsbaukredite an private Haushalte

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Maßnahmen zur weiteren geldpolitischen Lockerung ausbaute, haben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten nach und nach in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben: Seither sind die zusammengesetzten Kosten für Kredite an private Haushalte und an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum um rund 70 bzw. 75 Basispunkte zurückgegangen (siehe Abbildung 29 und 30). Die aktuellen Daten für Juli deuten darauf hin, dass die Bankkreditzinsen einen historischen Tiefstand erreicht haben.

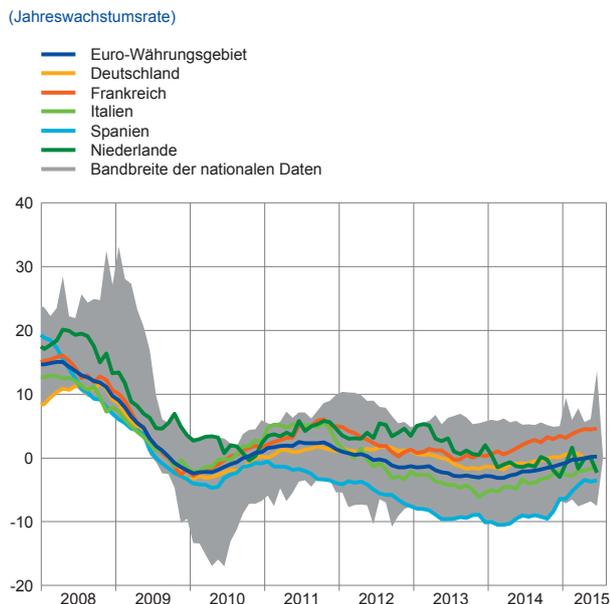
Die nationalen Zinsunterschiede bei Bankkrediten sind beträchtlich, haben sich aber weiter verringert.

Trotz einiger günstiger angebotsseitiger Entwicklungen in der Gesamtbetrachtung für das Eurogebiet weisen die Kreditrichtlinien weiterhin eine erkennbare nationale und sektorale Heterogenität auf. Das im Juni 2014 beschlossene Maßnahmenpaket zur Förderung der Kreditvergabe und das APP haben jedoch zu einer Annäherung der Kreditkosten in den verschiedenen Euro-Ländern beigetragen. So sind die Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den Ländern, die auch mit relativ niedrigen Wachstumsraten in diesem Segment zu kämpfen haben, besonders stark zurückgegangen.

Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor erholt sich allmählich.

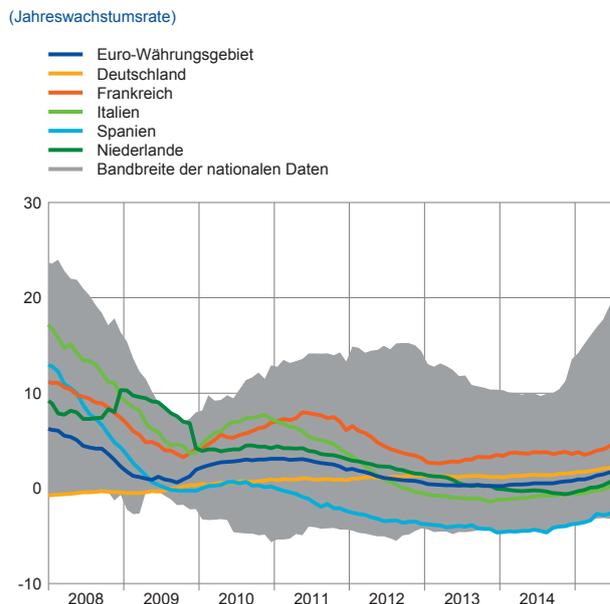
Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im Juli 2015 auf 1,4 % nach 0,9 % im zweiten Vierteljahr. Die Zwölfmonatsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erholte sich seit Jahresbeginn 2014 allmählich, nachdem sie zuvor längere Zeit mit zunehmendem Tempo gesunken war, und lag im Juli 2015 bei 0,9 % (siehe Abbildung 31). Trotz dieser Verbesserungen bleibt die Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verhalten. Das Wachstum der Buchkreditvergabe an private Haushalte erhöhte sich im Laufe des zweiten Quartals weiter und belief sich im Juli auf 1,9 % (siehe Abbildung 32). Gestützt wurden diese Entwicklungen, wie bereits erwähnt, durch den deutlichen Rückgang der Bankkreditzinsen, der seit Sommer 2014 in weiten Teilen des Euro-Währungsgebiets zu beobachten ist, sowie durch eine Erholung des Angebots an und der Nachfrage nach Bankdarlehen. Zugleich wird die Kreditvergabe in einigen Teilen des Euroraums nach

Abbildung 31
MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle
Kapitalgesellschaften



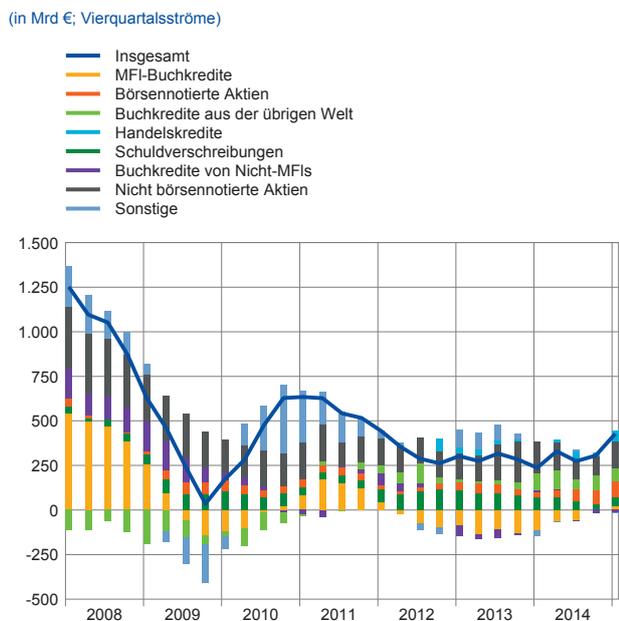
Quelle: EZB.
 Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Abbildung 32
MFI-Buchkredite an private Haushalte



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Abbildung 33
Außenfinanzierung der nichtfinanziellen
Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Eurostat und EZB.
 Anmerkung: MFI-Buchkredite und Buchkredite von Nicht-MFIs (einschließlich sonstiger Finanzintermediäre sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen) um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt. „Sonstige“ bezeichnet die Differenz zwischen der Summe und den in der Abbildung aufgeführten Instrumenten und umfasst auch Kredite zwischen verbundenen Unternehmen sowie eine Neugewichtung der Daten zu den nichtfinanziellen und finanziellen Konten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015.

wie vor durch die verhaltene Konjunkturentwicklung und durch relativ restriktive Kreditrichtlinien belastet.

Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben sich Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2015 stabilisiert, nachdem im Jahresviertel zuvor eine weitere Zunahme zu verzeichnen war. Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lag im zweiten Quartal auf einem ähnlichen Niveau wie Anfang 2012 (siehe Abbildung 33) sowie in den Jahren 2004 und 2005, bevor ein starkes Kreditwachstum verzeichnet wurde. Unterstützt wurde die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften durch die konjunkturelle Belebung, einen weiteren Rückgang der Kosten für Bankkredite, die Lockerung der Kreditrichtlinien sowie die sehr niedrigen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung. Gleichzeitig hielten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (insbesondere Unternehmen mit Börsennotierung) aufgrund der geringen Opportunitätskosten Barguthaben in Rekordhöhe – zum einen als vorsorgliche Liquiditätspuffer, zum anderen möglicherweise auch zur Finanzierung etwaiger künftiger Fusionen und Übernahmen.

Aktuelle Daten zeigen, dass sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Mai und Juni 2015 verlangsamt.

Zuvor hatte im ersten Quartal 2015 im Gefolge der Auflegung des PSPP sowohl die direkte Begebung von Unternehmensschuldverschreibungen als auch die indirekte Emission über Conduits sprunghaft zugenommen. Von Januar bis April 2015 war eine verstärkte Inanspruchnahme marktbasierter Finanzierungsquellen durch die Unternehmen zu beobachten, die sich die sehr günstigen Bedingungen und die niedrigen Zinsen zunutze machen wollten.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet stiegen im zweiten Quartal 2015 geringfügig an, nachdem sie im Februar einen historischen Tiefstand erreicht hatten.

Ausschlaggebend für diese Zunahme waren die in diesem Jahresviertel rückläufigen Preise für finanzielle Vermögenswerte, die im Juli und August 2015 eine Verteuerung der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Aktienemissionen um jeweils rund 45 Basispunkte gegenüber dem Stand vom Februar nach sich zogen. Die gestiegenen Kosten für die Finanzierung über die Märkte wurden zum Teil durch den anhaltenden Rückgang der Bankkreditzinsen im zweiten Quartal 2015 ausgeglichen.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Vor dem Hintergrund der Konjunkturerholung und des niedrigen Zinsniveaus ist mit einer weiter anhaltenden Verbesserung des öffentlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet zu rechnen. In struktureller Betrachtung hingegen weisen die verfügbaren Daten darauf hin, dass die günstige Entwicklung zu einem Stillstand gekommen ist. In der Vorausschau werden viele Länder zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen unternehmen müssen, um ihre hohe gesamtstaatliche Schuldenquote nachhaltig senken zu können.

Im Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets dürfte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit weiter zurückgehen. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2015 zufolge wird die Defizitquote im Euroraum von 2,4 % im Jahr 2014 auf 1,7 % im Jahr 2017 sinken (siehe Tabelle 1). Die günstigeren Haushaltsergebnisse werden dem Basisszenario zufolge ausschließlich von der projizierten Konjunkturaufhellung und den niedrigeren Zinsausgaben herrühren. Gegenüber den Projektionen vom Juni 2015 sind die Aussichten für die gesamtstaatliche Defizitquote des laufenden Jahres insgesamt unverändert geblieben, worin die Tatsache zum Ausdruck kommt, dass seither nur vereinzelt neue Haushaltsmaßnahmen beschlossen wurden. Für die späteren Jahre des Projektionszeitraums hingegen wird aufgrund einer weniger ausgeprägten Konjunkturerholung mit einer moderateren Rückführung des Haushaltsdefizits gerechnet.

Tabelle 1
Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Einnahmen insgesamt	45,9	46,4	46,5	46,3	45,9	45,7
b. Ausgaben insgesamt	49,5	49,3	49,0	48,4	47,9	47,5
<i>Darunter:</i>						
c. Zinsausgaben	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2
d. Primärausgaben (b - c)	46,5	46,5	46,3	46,0	45,6	45,3
Finanzierungssaldo (a - b)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7
Primärsaldo (a - d)	-0,6	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,5
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-3,5	-2,2	-1,9	-1,8	-1,9	-1,7
Struktureller Finanzierungssaldo	-3,2	-2,2	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7
Bruttoverschuldung	89,0	90,6	91,7	91,6	90,7	89,4
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	-0,7	-0,2	0,9	1,4	1,7	1,8

Quellen: Eurostat und von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2015.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat (einschließlich der Daten für Litauen vor 2015). Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Der strukturelle Finanzierungssaldo dürfte bis 2017 im Großen und Ganzen unverändert bleiben.

Dahinter verbergen sich Verbesserungen auf der Ausgabenseite vor allem in Gestalt niedrigerer Zinsausgaben, die durch die in mehreren Ländern auf der Einnahmenseite zu erwartenden Senkungen der direkten Steuern und der Sozialversicherungsbeiträge wohl weitgehend aufgezehrt werden. In struktureller Betrachtung sollte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit auf Ebene des Euroraums geringfügig von 1,8 % des BIP im Jahr 2014 auf 1,7 % des BIP im Jahr 2017 zurückgehen, womit es etwas höher wäre als in den Projektionen vom Juni angenommen.

Der öffentliche Schuldenstand dürfte während des Projektionszeitraums allmählich sinken, dabei aber weiterhin auf einem hohen Niveau liegen.

So wird erwartet, dass sich die Schuldenquote im Eurogebiet – ausgehend von ihrem Spitzenwert von 91,7 % im Jahr 2014 – bis zum Ende des Projektionszeitraums auf 89,4 % verringert. Diese voraussichtlich rückläufige – wenngleich im Tempo hinter den Projektionen vom Juni zurückbleibende – Entwicklung des Schuldenstands wird in erster Linie einem günstigen Zins-Wachstums-Differenzial und einem allmählich steigenden Primärsaldo zuzuschreiben sein. Vor allem mit dem Abklingen des schuldenstandserhöhenden Effekts der Staatshilfen für den Finanzsektor sollten die Deficit-Debt-Adjustments günstiger als zuvor ausfallen. Auf die fiskalischen Auswirkungen und Risiken, die sich aus diesen Unterstützungsleistungen ergeben, wird im vorliegenden Wirtschaftsbericht in einem gesonderten Beitrag näher eingegangen. Da in zahlreichen Ländern des Eurogebiets nach wie vor mit einem hohen Schuldenstand zu rechnen ist, bedarf es weiterer Konsolidierungsanstrengungen, um die Schuldenquote nachhaltig zu senken. Umso wichtiger ist dies mit Blick auf die erheblichen langfristigen Herausforderungen, die sich aus der Bevölkerungsalterung und den steigenden Ausgaben im Gesundheitswesen ergeben.

Die laut Projektionen geringere strukturelle Haushaltskonsolidierung dürfte auch dazu führen, dass die Haushaltsergebnisse deutlicher als zuvor hinter den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) zurückbleiben werden.

Insgesamt sollte der finanzpolitische Kurs im laufenden Jahr den Erwartungen zufolge weitgehend neutral ausfallen. In Anbetracht der derzeitigen schwachen Wirtschaftslage, in der die Finanzpolitik die Konjunkturerholung stützen und gleichzeitig die Tragfähigkeit der Verschuldung sicherstellen sollte, ist dies angemessen. Allerdings identifizierte der Europäische Rat in seinen länderspezifischen Empfehlungen vom Juni 2015 in 12 der 17 betrachteten Länder das Risiko einer Nichterfüllung der strukturellen Konsolidierungsanforderungen nach dem SWP (siehe Kasten 8). Daher ist es von entscheidender Bedeutung, dass vor allem die Länder, in denen nach wie vor Konsolidierungsbedarf besteht, ein größeres Augenmerk auf den Aspekt der Schuldentragfähigkeit legen und Fortschritte in Richtung ihres mittelfristigen Haushaltsziels vorweisen. In den Übersichten über die Haushaltsplanung 2016 sollten die Regierungen, deren strukturelle Haushaltskonsolidierung nicht den Verpflichtungen im Rahmen des SWP genügt, darlegen, wie sie den länderspezifischen Empfehlungen nachzukommen gedenken, sodass die Einhaltung der EU-Haushaltsregeln über einen zügigeren Abbau ihres Defizits gewährleistet wird.

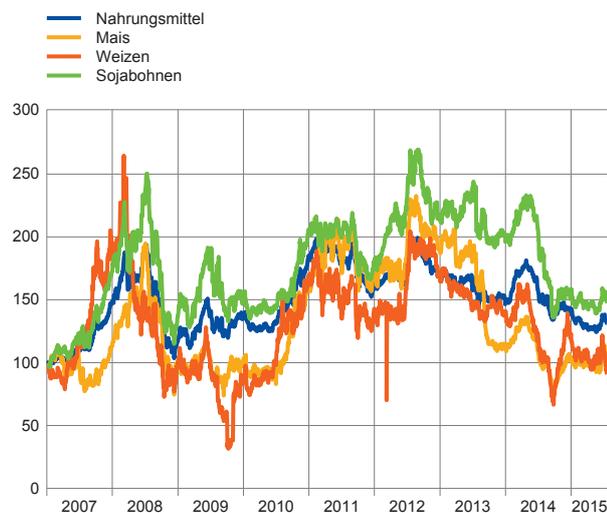
Kasten 1

Rohstoffpreise (ohne Öl): jüngste Entwicklungen und Aussichten

Die weltweiten Notierungen für Rohstoffe (ohne Öl) sind in den vergangenen Monaten in den Blickpunkt des Interesses gerückt, da sie infolge eines anhaltenden Preisdrucks auf ihren tiefsten Stand seit fünf Jahren gefallen sind. Trotz weitgehend ähnlicher Preistrends bei Nahrungsmitteln und Metallen lassen spezifische Angebots- und Nachfragefaktoren an den verschiedenen Märkten eine sorgfältige Analyse der Entwicklung der wichtigsten Rohstoffe geboten erscheinen. Im vorliegenden Kasten werden die ausschlaggebenden Faktoren für die aktuelle Preisentwicklung bei ausgewählten Rohstoffen (ohne Öl) dargestellt und die weiteren Aussichten erörtert.

Abbildung A
Preise für Nahrungsmittelrohstoffe

(Index: 1. Januar 2007 = 100)



Quellen: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und Bloomberg.

Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe sind seit Mitte 2012 rückläufig, was dem Angebotsüberschuss aufgrund einer Serie guter Ernten zuzuschreiben ist. Die großzügige Versorgung der Märkte und hohe Vorratsbestände haben insbesondere seit Anfang 2015 zu niedrigeren Notierungen für Weizen und Mais geführt (siehe Abbildung A). Die Beschränkung russischer Weizenexporte im ersten Halbjahr 2015 hat diesen Rückgang nicht gestoppt. Auch Bedenken im Zusammenhang mit einer schwächeren Nachfrage nach Grundstoffen für die Ethanol-Herstellung und die nachlassende Importtätigkeit Chinas haben zum Verfall der Maispreise beigetragen. Sojabohnen haben sich infolge des reichlichen Angebots ebenfalls verbilligt.

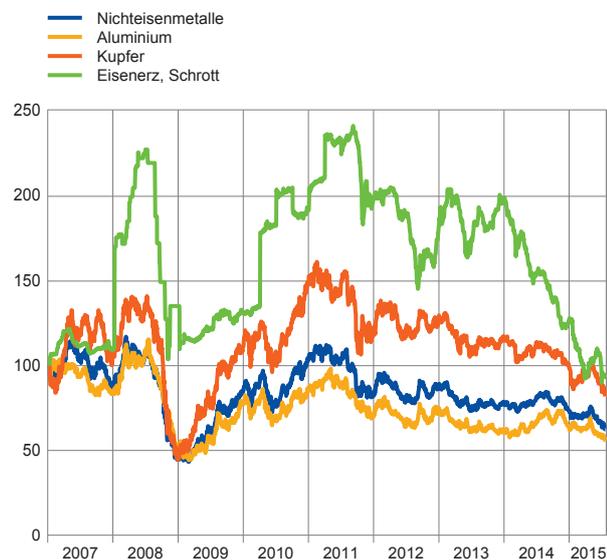
Die Aussichten für die Preise der Nahrungsmittelrohstoffe am Weltmarkt sind nach wie vor verhalten. Die Weizen- und Maisproduktion dürfte in der Saison 2015/2016 nur leicht zurückgehen, während die Produktion von Ölsaaten (vor allem

Sojabohnen) voraussichtlich sogar steigen wird. Preisliche Aufwärtsrisiken könnten aus ungünstigen Wetterbedingungen resultieren. Abwärtsrisiken könnten sich wiederum aus einer unerwartet starken Verlangsamung der Produktion von Biokraftstoffen und einem damit verbundenen weiteren Rückgang der Nachfrage nach bestimmten Agrarrohstoffen ergeben.

Die Preise für Metallrohstoffe sind seit Mitte 2011 bedingt durch einen anhaltenden Angebotszuwachs und ein vor allem in China nachlassendes Nachfragewachstum gefallen. Im Vergleich zu Nahrungsmittelrohstoffen reagieren Metallnotierungen tendenziell sensibler auf die globale Konjunkturentwicklung. Da

Abbildung B Preise für Metallrohstoffe

(Index: 1. Januar 2007 = 100)



Quellen: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und Bloomberg.

China einen Großteil der weltweit produzierten Metalle importiert, hängen die Metallpreise in besonderem Maße vom chinesischen Wirtschaftswachstum ab. Dementsprechend haben die Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der Stärke der chinesischen Nachfrage seit Anfang 2015 den Preisverfall bei Metallen beschleunigt (siehe Abbildung B). Ursächlich waren zum Teil aber auch kontinuierliche Angebotssteigerungen und hohe Vorratsbestände. Unterstützt wird das anhaltende Produktionswachstum durch die umfangreichen Investitionen in die Förderkapazitäten, die in den Vorjahren aufgrund des damals hohen Preisniveaus getätigt wurden. Der im laufenden Jahr zu verzeichnende Preisrückgang vollzieht sich auf breiter Front über verschiedene Metallrohstoffe hinweg. So gingen seit Jahresbeginn die Notierungen für Eisenerz (dem wichtigsten Rohmaterial für die Stahlherstellung) um 26 %, für Aluminium um 13 % und für Kupfer um 20 % zurück.

Das Überangebot und die Wachstumsverlangsamung

in den aufstrebenden Volkswirtschaften dürften die Metallpreise auf kurze

Sicht dämpfen. Die Rohstoffnachfrage in China wird voraussichtlich auch künftig langsamer zunehmen als in der Vergangenheit, was mit dem schrittweisen Abbau von Ungleichgewichten in der Wirtschaftsentwicklung des Landes im Einklang steht. Ganz allgemein ist das Wachstum in den Schwellenländern derzeit rückläufig, da deren Produktionsprozesse tendenziell rohstoffintensiver sind als die der fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Metallpreise dürften somit nur allmählich anziehen, denn es ist davon auszugehen, dass die Ungleichgewichte auf der Angebotsseite nur langsam abgebaut werden können. Die größten Abwärtsrisiken drohen von einer sich stärker als erwartet verlangsamenden Nachfragesteigerung in den aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem in China, und von einer höheren Widerstandsfähigkeit der Angebotsseite gegenüber Preisrückgängen.

Kasten 2

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 22. April bis zum 21. Juli 2015

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres erörtert, die vom 22. April bis zum 9. Juni bzw. vom 10. Juni bis zum 21. Juli 2015 dauerten. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen im Betrachtungszeitraum unverändert bei 0,05 %, 0,30 % bzw. -0,20 %.¹ Am 24. Juni 2015 wurden im Rahmen des vierten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) 73,8 Mrd € zugeteilt. Dies war zwar etwas mehr, als die Märkte erwartet hatten, aber weniger als die 97,8 Mrd €, die im März bereitgestellt wurden. Damit lag der Gesamtzuteilungsbetrag der ersten vier GLRGs bei 384 Mrd €.² Darüber hinaus setzte das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities im geplanten Umfang von 60 Mrd € pro Monat fort.³

Liquiditätsbedarf

Im Berichtszeitraum stieg der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum um 24,6 Mrd € auf 606,8 Mrd €. Grund dafür war in erster Linie ein Anstieg der durchschnittlichen autonomen Faktoren um 23,7 Mrd € auf 496,8 Mrd € (siehe Tabelle).

Die höheren autonomen Faktoren waren vor allem durch eine Zunahme bei den liquiditätsabschöpfenden Faktoren, darunter eine deutliche Ausweitung des Umfangs der Einlagen öffentlicher Haushalte, bedingt. Das durchschnittliche Niveau der staatlichen Einlagen stieg um 19,5 Mrd € auf 85,6 Mrd €. Nach der

¹ Die HRGs wurden weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Gleiches galt auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit einer Laufzeit von drei Monaten. Die Zinssätze für diese LRGs entsprachen dem durchschnittlichen Zinssatz der während der Laufzeit des Geschäfts durchgeführten HRGs.

² Einzelheiten zu den Zuteilungen im Rahmen der GLRGs finden sich in den entsprechenden Kästen in vorangegangenen Ausgaben des Monats- bzw. Wirtschaftsberichts der EZB oder auf der EZB-Website unter: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

³ Ausführliche Informationen zum erweiterten APP stehen auf der Website der EZB zur Verfügung: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html.

Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0,20 % im September 2014 waren die öffentlichen Einlagen zunächst einem Abwärtstrend gefolgt, da die Einführung eines negativen Einlagesatzes und der Beschluss über die Verzinsung staatlicher Einlagen⁴ den nationalen Schatzämtern Anreize zur Reduzierung ihrer Bargeldbestände beim Eurosystem boten. Dieser Trend kam jedoch in der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres zum Stillstand, und in der dritten und vierten Erfüllungsperiode stiegen die Einlagen wieder. Durch die niedrigen Marktsätze und die reichlich vorhandene Liquidität gab es weniger Möglichkeiten zur Bargeldplatzierung. Hinzu kam, dass sich das Durchschnittsniveau des Banknotenumlaufs um 23,8 Mrd € erhöhte – ein Ausdruck des langfristigen Aufwärtstrends bei der Banknotennachfrage und der aktuellen länderspezifischen Entwicklungen.

Liquiditätszuführend wirkten sich die Nettoforderungen in Fremdwährung aus, die im Berichtszeitraum einen weiteren Anstieg verzeichneten, der aber von den Veränderungen der sonstigen autonomen Faktoren ausgeglichen wurde. Die Abwertung des Euro zu Jahresbeginn 2015 führte ab dem zweiten Quartal zu einer Neubewertung der Nettoforderungen in Fremdwährung. Betrachtet man den Durchschnitt aus dritter und vierter Mindestreserve-Erfüllungsperiode, so lagen die Nettoforderungen in Fremdwährung bei 649,8 Mrd € und somit 42,2 Mrd € über dem Schnitt der ersten und zweiten Erfüllungsperiode. Dies wurde allerdings durch einen Anstieg der sonstigen autonomen Faktoren um 45,4 Mrd € wieder kompensiert. Davon abgesehen waren vor allem Neubewertungen der sonstigen Finanzanlagen des Eurosystems der Grund dafür, dass die auf Euro lautenden Forderungen um 22,9 Mrd € zunahmen. Dieser Anstieg konnte die Erhöhung der liquiditätsabschöpfenden Faktoren jedoch nur teilweise wettmachen.

Die Volatilität der autonomen Faktoren blieb im Betrachtungszeitraum erhöht. Darin spiegelten sich in erster Linie starke Schwankungen der staatlichen Einlagen sowie eine etwas höhere Volatilität bei der Banknotennachfrage wider. Infolge der vierteljährlichen Neubewertung Ende Juni waren sowohl die Nettoforderungen in Fremdwährung als auch jene in Euro rückläufig. Zwar trug dies ebenfalls zur verzeichneten Volatilität bei, doch war dieser Beitrag geringer als im letzten Betrachtungszeitraum.

Die wöchentlichen Schätzungen der autonomen Faktoren wiesen unterdessen einen etwas höheren durchschnittlichen absoluten Fehler von 6,4 Mrd € auf. Dies war vor allem auf größere Prognosefehler bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte zurückzuführen. Daran zeigt sich, dass es angesichts der zunehmend negativen kurzfristigen Geldmarktzinsen und der hohen Überschussliquidität nach wie vor schwierig war, die Anlageaktivitäten der Schatzämter vorherzusehen.

⁴ Abrufbar unter: www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_de_txt.pdf.

Liquiditätsbereitstellung

Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (Tenderoperationen und Outright-Käufe) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 165,3 Mrd € auf 937,2 Mrd €. Dies war fast vollständig auf die geldpolitischen Wertpapierankäufe zurückzuführen. Die Tenderoperationen blieben indessen nahezu gleich.

Die im Schnitt über Tendergeschäfte zugeteilte Liquidität stieg nur leicht auf 513,2 Mrd €, wobei jedoch eine erhebliche Substitution zwischen den verschiedenen Geschäften zu beobachten war. Die beiden dreijährigen LRGs mit Fälligkeit in der vorangegangenen Berichtsperiode und die im aktuellen Betrachtungszeitraum geringere Beteiligung an den regelmäßigen Operationen (d. h. an den HRGs und den LRGs mit dreimonatiger Laufzeit) wurden im Durchschnitt durch die GLRG-Zuteilungen aufgewogen. Während sich der ausstehende Betrag der GLRGs im Schnitt um 87,9 Mrd € erhöhte, sank die durchschnittliche Liquiditätsversorgung durch HRGs um 41,0 Mrd €, durch dreimonatige LRGs um 6,3 Mrd € und durch die Dreijahrestender auf null (nach 38,6 Mrd € im vorherigen Berichtszeitraum).

Aufgrund der Umsetzung des erweiterten APP stieg die über geldpolitische Outright-Geschäfte zugeführte Liquidität um durchschnittlich 163,4 Mrd € auf 424,0 Mrd €. Die Zunahme der durchschnittlichen Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) um 135,4 Mrd €, 31,7 Mrd € bzw. 3,7 Mrd € machte den Rückgang mehr als wett, der sich durch die Fälligkeit einiger Anleihen im Portfolio des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) und der ersten beiden CBPPs ergab.

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität nahm im Betrachtungszeitraum weiter auf im Schnitt 329,2 Mrd € zu, was auf das erweiterte APP und die GLRGs zurückzuführen war. Dieser Anstieg war weitgehend gleichmäßig auf die beiden Erfüllungsperioden verteilt (73,0 Mrd € bzw. 79,2 Mrd €). Während die monatlichen Anleihekäufe im Rahmen des erweiterten APP für einen steten Aufwärtstrend der Überschussliquidität sorgen, können Änderungen bei den autonomen Faktoren innerhalb der einzelnen Erfüllungsperioden zu erheblichen Schwankungen um diesen Trend beitragen.

Aufgrund der höheren Überschussliquidität stiegen die Giroguthaben der Banken beim Eurosystem im Schnitt um 95,8 Mrd € auf 339,4 Mrd €. Auch die Einlagefazilität wurde erneut stärker in Anspruch genommen, und zwar mit durchschnittlich 101,3 Mrd € nach 55,5 Mrd €. Der Anteil der durchschnittlichen Nutzung der Einlagefazilität an der Überschussliquidität insgesamt nahm nur geringfügig zu (von 42 % auf 46 %).

Liquiditätslage im Eurosystem

	22. April - 21. Juli 2015	28. Januar - 21. April 2015	Vierte Erfüllungs- periode		Dritte Erfüllungs- periode		
Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 690,3	(+88,7)	1 601,6	1 696,2	(+11,0)	1 685,2	(+58,0)
Banknotenumlauf	1 034,5	(+23,8)	1 010,7	1 042,7	(+15,3)	1 027,4	(+11,5)
Einlagen öffentlicher Haushalte	85,6	(+19,5)	66,1	96,3	(+19,8)	76,5	(+6,3)
Sonstige autonome Faktoren	570,2	(+45,4)	524,8	557,1	(-24,2)	581,3	(+40,3)
Geldpolitische Instrumente							
Guthaben auf Girokonten	339,4	(+95,8)	243,6	381,4	(+78,0)	303,4	(+41,6)
Mindestreserve-Soll	111,2	(+0,9)	109,1	112,3	(+1,9)	110,3	(-0,2)
Einlagefazilität	101,3	(+45,8)	55,5	103,1	(+3,4)	99,7	(+31,1)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 193,8	(+65,1)	1 128,7	1 183,2	(-19,8)	1 203,0	(+40,8)
Nettoforderungen in Fremdwährung	649,8	(+42,2)	607,6	642,9	(-12,8)	655,7	(+29,8)
Nettoforderungen in Euro	544,1	(+22,9)	521,1	540,3	(-7,0)	547,3	(+11,0)
Geldpolitische Instrumente							
Offenmarktgeschäfte	937,2	(+165,3)	771,9	997,5	(+111,9)	885,6	(+90,0)
Tendergeschäfte	513,2	(+2,0)	511,2	525,7	(+23,2)	502,5	(-2,4)
HRGs	89,7	(-41,0)	130,7	82,4	(-13,4)	95,9	(-23,0)
LRGs mit Sonderlaufzeit	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Dreimonatige LRGs	90,5	(-6,3)	96,9	83,8	(-12,6)	96,3	(-12,1)
Dreijährige LRGs	0,0	(-38,6)	38,6	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Gezielte LRGs (GLRGs)	333,0	(+87,9)	245,1	359,5	(+49,2)	310,3	(+32,6)
Outright-Geschäfte	424,0	(+163,4)	260,7	471,8	(+88,6)	383,1	(+92,6)
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	24,4	(-2,1)	26,5	23,3	(-2,0)	25,3	(-0,7)
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 2 (CBPP2)	11,1	(-0,8)	11,9	10,8	(-0,5)	11,3	(-0,2)
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 3 (CBPP3)	87,1	(+31,7)	55,4	95,1	(+14,9)	80,2	(+16,7)
Programme für die Wertpapiermärkte (SMP)	136,6	(-4,5)	141,1	134,6	(-3,7)	138,3	(-2,5)
Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	7,5	(+3,7)	3,8	8,8	(+2,4)	6,4	(+1,7)
Programme zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	157,4	(+135,4)	22,0	199,1	(+77,5)	121,6	(+77,6)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	(-0,1)	0,3	0,3	(+0,2)	0,1	(-0,1)
Sonstige Angaben zur Liquiditätslage (Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Aggregierter Liquiditätsbedarf	606,8	(+24,6)	582,2	622,9	(+29,9)	593,0	(+17,2)
Autonome Faktoren	496,8	(+23,7)	473,1	513,3	(+30,7)	482,6	(+17,4)
Überschussliquidität	329,2	(+139,5)	189,7	371,9	(+79,2)	292,7	(+73,0)
Zinsentwicklung (in %)							
HRGs	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)
EONIA (Durchschnitt)	-0,107	(-0,063)	-0,045	-0,119	(-0,021)	-0,098	(-0,037)

Quelle: EZB

Anmerkung: Die in der Tabelle ausgewiesenen Zahlen sind gerundet. Daher stimmen die ausgewiesenen Veränderungen gegenüber der Vorperiode nicht immer mit der Differenz der beiden für den jeweiligen Zeitraum ausgewiesenen Zahlen überein; eine Abweichung um 0,1 Mrd € ist möglich.

Zinsentwicklung

Angesichts der gestiegenen Überschussliquidität und einer zunehmenden Akzeptanz von Geschäften zu negativen Zinsen gaben die Geldmarktsätze im Betrachtungszeitraum weiter nach. Der EONIA sank in der dritten und vierten Erfüllungsperiode auf durchschnittlich -0,098 % bzw. -0,119 %, verglichen mit im Schnitt -0,045 % im vorangegangenen Berichtszeitraum. Im besicherten

Segment verringerten sich die Tagesgeldsätze auf ein Niveau in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität. So fielen die durchschnittlichen Übernachtssätze für Repogeschäfte bei GC Pooling⁵ für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb im Vergleich zur vorangegangenen Betrachtungsperiode um 5 bzw. 7 Basispunkte auf -0,18 % bzw. -0,17 %.

⁵ GC Pooling ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

Kasten 3

Die Zweckmäßigkeit von TARGET2-Transaktionsdaten für die Analyse des unbesicherten Tagesgeldmarktes

Trotz der Bedeutung der Geldmärkte sind granulare Informationen zu den Transaktionen im Allgemeinen nicht leicht verfügbar. Transaktionen im Tagesgeldbereich erfolgen zumeist außerbörslich, und bei der Erfassung dieser Geschäfte konzentrieren sich die wenigen Handelsplattformen normalerweise auf einzelne Länder. Im Hinblick auf das Euro-Währungsgebiet werden tägliche Informationen zu den unbesicherten Übernachtskrediten für eine Referenzgruppe von Banken erhoben; der gewichtete Durchschnitt dieser Zinssätze ergibt den EONIA (Euro Overnight Index Average), den Referenzzins für das unbesicherte Tagesgeldsegment. Die Referenzbanken melden hierfür allerdings keine Einzeltransaktionen, sondern Tagesaggregate ihrer Kreditvergabetätigkeit. Ab Mitte 2016 werden Daten zu Geldmarktgeschäften im Euroraum nach Maßgabe der Verordnung über das statistische Meldewesen für den Geldmarkt erhoben, wobei der Berichtskreis zunächst 53 Banken umfassen wird.¹

TARGET2, das transeuropäische automatisierte Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystem, stellt eine einzigartige Quelle granularer Informationen zum Tagesgeldmarkt dar. Zwar liegen die Daten zu unbesicherten Übernachtskrediten in TARGET2 nicht direkt vor, doch können sie durch Herausfiltern der Transaktionen im Zahlungssystem, die zur Abwicklung der beiden Seiten eines Interbankenkredits erforderlich sind, verfügbar gemacht werden.² Diese Methode ist seit langem weltweite Praxis und ermöglicht es, einen bedeutenden Teil der Geschäftstätigkeit am unbesicherten Tagesgeldmarkt zu rekonstruieren.

Die weitreichende Abdeckung von Banken in TARGET2 liefert ein umfassendes Bild des unbesicherten Tagesgeldmarktes. Ein wesentlicher Vorteil der Verwendung von TARGET2-Daten für die Analyse ist die Vielzahl von Banken (rund 1 000), die an dem Zahlungssystem teilnehmen.³ Wenngleich ein kleiner Teil des Handels am Tagesgeldmarkt außerhalb des TARGET2-Systems erfolgt, ergibt sich aus den TARGET2-Daten doch eine genaue Darstellung des Tagesgeldmarktes im

¹ Siehe Verordnung (EU) Nr. 1333/2014 der Europäischen Zentralbank vom 26. November 2014 über Geldmarktstatistiken (EZB/2014/48): www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_de_txt.pdf

² Weitere Informationen hierzu finden sich in EZB, Analyse der Bedingungen am Geldmarkt auf Grundlage von TARGET2-Zahlungsdaten, Kasten 1 des Aufsatzes „TARGET-Salden und geldpolitische Geschäfte“, Monatsbericht Mai 2013, sowie im Bericht des Netzwerks für makroprudenzielle Forschung (Macro-prudential Research Network – MaRs): www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2014/2014_06_23_makroprudenzielles_forschungsnetzwerk.pdf?__blob=publicationFile

³ Zudem enthält jede Transaktion in TARGET2 die gleichen Felder und Informationen, was einen Vergleich ermöglicht. Siehe TARGET-Jahresbericht 2014: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2015/2015_06_01_target2_umsatz.pdf?__blob=publicationFile und www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150601.en.html

Euroraum. Belegt wird dies durch die Tatsache, dass die Gesamtkreditvergabe für das zweite Quartal 2014 auf Grundlage der TARGET2-Daten weitgehend dem Ergebnis der Erhebung über den Euro-Geldmarkt (Euro Money Market Survey) entspricht (2 Billionen €),⁴ wobei Letztere auch den Handel außerhalb von TARGET2 erfasst, jedoch deutlich weniger Banken (154 Institute) abdeckt.

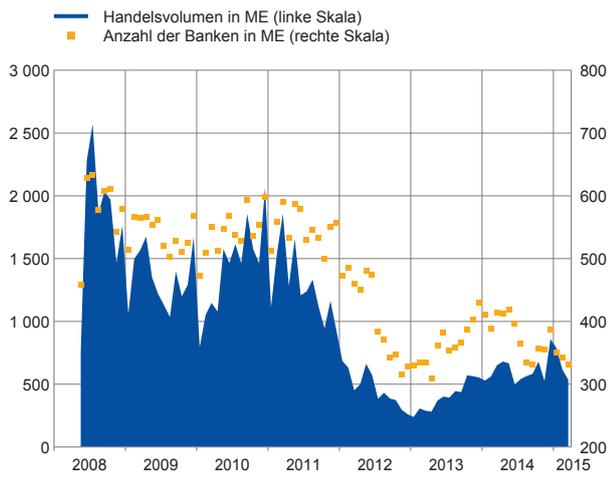
Die auf TARGET2-Daten basierende aggregierte Statistik zum unbesicherten Tagesgeldmarkt bestätigt einige wohlbekannte krisenbedingte Entwicklungen.

So schrumpfte der unbesicherte Tagesgeldmarkt von dem Mitte 2008 verzeichneten Höchststand von 2,5 Billionen € je Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf knapp über 0,5 Billionen € zum Zeitpunkt der Abwicklung des zweiten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts mit dreijähriger Laufzeit im März 2012. Die Gesamtzahl der während einer gegebenen Reserveerfüllungsperiode am unbesicherten Tagesgeldmarkt tätigen Banken fiel ebenfalls von einem Spitzenwert von rund 600 Instituten im August 2008 auf etwa 330 im Juni 2015 (siehe Abbildung A). Zugleich waren an der Entwicklung der Zinssätze auch die Spannungen am Geldmarkt abzulesen. So wies der durchschnittliche Abstand zwischen dem Zinssatz für Tagesgeld und dem Satz für die Einlagefazilität im Zeitverlauf erhebliche Schwankungen auf. Nach Einführung des Mengentenderverfahrens mit Vollzuteilung und dem damit verbundenen Anstieg der Überschussliquidität verengte sich der Spread bis nahe an den Satz für die Einlagefazilität und weitete sich danach zeitweise – insbesondere während der im Frühjahr 2010 einsetzenden Staatsschuldenkrise – wieder massiv aus (siehe Abbildung B).

Abbildung A

Handelsvolumen und Anzahl der Banken am unbesicherten Tagesgeldmarkt

(in Mrd €; Anzahl der Banken)

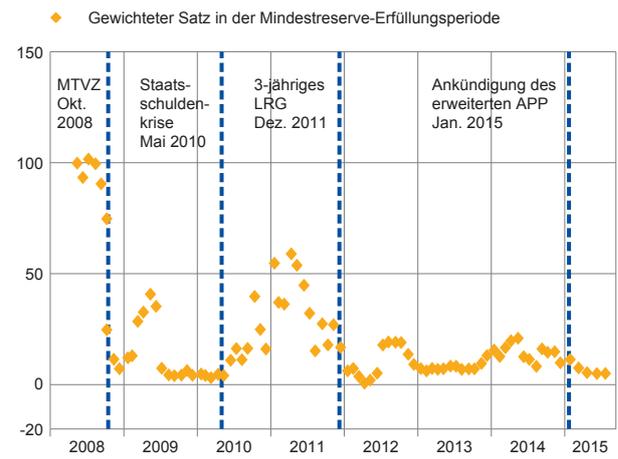


Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnung erfolgt auf Basis der Mindestreserve-Erfüllungsperioden (ME).

Abbildung B

Zinsabstand des gewichteten durchschnittlichen Tagesgeldsatzes

(in Basispunkten)



Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnung erfolgt auf Basis der Mindestreserve-Erfüllungsperioden (ME). Der Tagesgeldsatz wird als Spread gegenüber dem Satz für die Einlagefazilität ausgewiesen. MTVZ steht für Mengentender mit Vollzuteilung, APP für Programm zum Ankauf von Vermögenswerten.

⁴ Siehe „Euro Money Market Survey“ und „Euro Money Market Study“: www.ecb.europa.eu/stats/money/mms/html/index.en.html

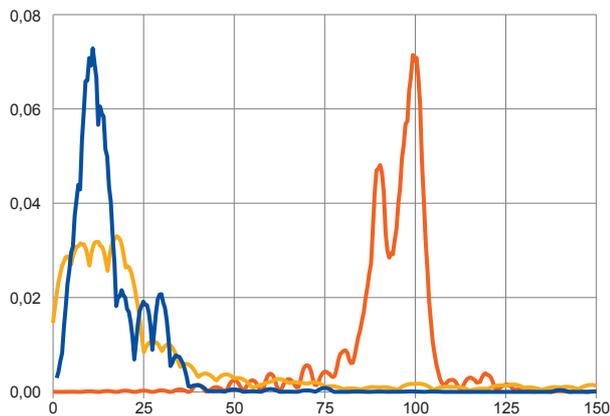
Abbildung C

Verteilung des Zinsabstands des Tagesgeldsatzes in ausgewählten Zeiträumen

(in Basispunkten)

x-Achse: Zinsabstand zwischen Tagesgeldsatz und Satz für die Einlagefazilität
y-Achse: Dichte

— 2014 ME 1
— 2011 ME 11
— 2008 ME 6



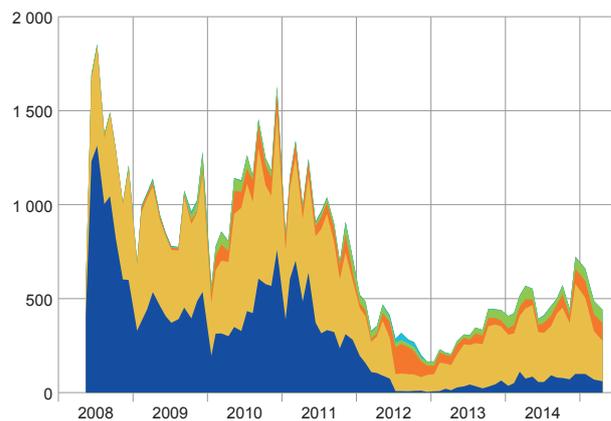
Quellen: TARGET2 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnung erfolgt auf Basis der Mindestreserve-Erfüllungsperioden (ME). Der Tagesgeldsatz wird als Spread gegenüber dem Satz für die Einlagefazilität ausgewiesen.

Abbildung D

Volumen des aufgenommenen Tagesgeldes nach Kreditrisikogruppe

(in Mrd €)

— Gruppe 1
— Gruppe 2
— Gruppe 3
— Gruppe 4
— Gruppe 5
— Gruppe 6



Quellen: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnung erfolgt auf Basis der Mindestreserve-Erfüllungsperioden (ME).

Die aus TARGET2-Transaktionen abgeleiteten Geldmarktdaten liefern auch Informationen zur Streubreite der Zinssätze und des Handelsvolumens der verschiedenen Banken. Abbildung C zeigt volumengewichtete Kerndichten des Abstands zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Satz für die Einlagefazilität in ausgewählten Zeiträumen. Mitte 2008 wurden die Transaktionen zum Großteil zu Zinssätzen abgewickelt, die in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes im Zinstenderverfahren lagen (d. h. mit einem Spread von 100 Basispunkten), während die Zinsen 2011 und 2014 näher am Satz für die Einlagefazilität lagen, wobei die Überschussliquidität eine Folge der Vollzuteilung war. Allerdings legen die Dichten auch eine beträchtliche Streubreite der Zinssätze zu unterschiedlichen Zeitpunkten offen. So war Ende 2011, als die Staatsschuldenkrise ihren Höhepunkt erreichte, eine deutlich verstärkte Tendenz hin zu einer Spreadausweitung zu beobachten.⁵

Die Transaktionsdaten der einzelnen Banken lassen sich mit Merkmalen der am Handel teilnehmenden Banken wie deren Größe, geografischer Niederlassung oder Kreditrisiko in Bezug setzen, um ein tieferes Verständnis der Entwicklungen am Markt für unbesichertes Tagesgeld zu gewinnen.

Zur Erklärung der unterschiedlichen Zinssätze erfolgt ein Abgleich der TARGET2-Daten mit den Bonitätsstufen der am Handel beteiligten Banken. Dazu werden die von vier Ratingagenturen⁶ erteilten Bonitätsnoten sechs Kreditrisikogruppen zugeordnet (siehe Tabelle), von denen Gruppe 1 das geringste und Gruppe 6 das

⁵ Da die Dichten volumengewichtet sind und die Geschäfte mit großen Spreads ein relativ geringes Volumen aufweisen, stellt die Dichte nicht das gesamte Ausmaß der Streubreite der Zinssätze dar.

⁶ Bei den vier vom Eurosystem anerkannten externen Bonitätsbeurteilungsinstituten (ECAIs) handelt es sich um DBRS, FitchRatings, Moody's und Standard and Poor's.

höchste Risiko aufweist.⁷ Sowohl Schuldner- als auch Gläubigerbanken werden in diese Kreditrisikogruppen eingeteilt.

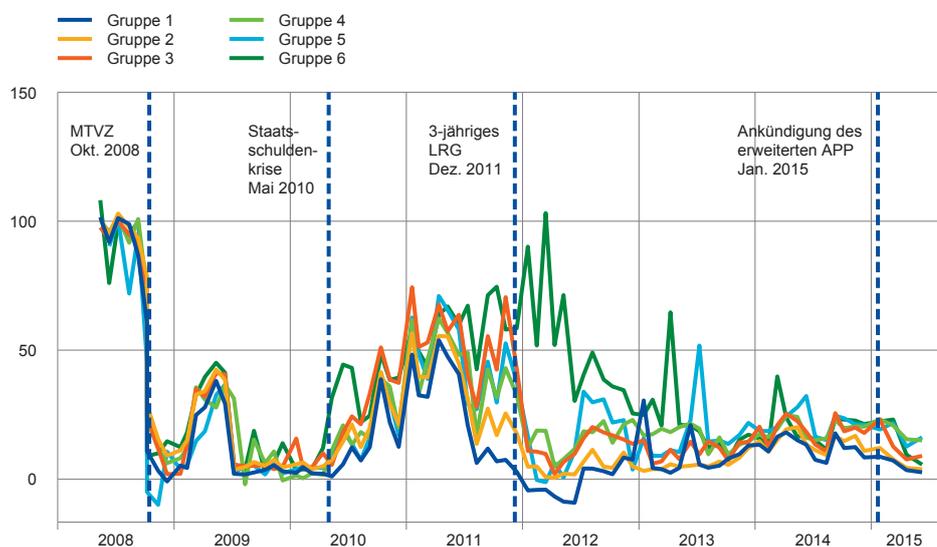
Aus dem Vergleich der Daten mit den Ratingklassen geht hervor, dass das Handelsvolumen größtenteils vom Kreditrisiko der Schuldnerbanken abhängt.

In Abbildung D wird die Gesamtkreditvergabe nach Kreditrisikogruppen untergliedert.⁸ Banken der höchsten Bonitätsstufe (Gruppe 1) drosselten die Aufnahme von Tagesgeld bis Ende 2012 erheblich, und zwar aus mindestens zwei wesentlichen Gründen. Zum einen hatte diese Gruppe nicht an Finanzstress leidender Banken bekanntlich viel Überschussliquidität akkumuliert und wies daher ungeachtet ihres Marktzugangs einen geringeren Finanzierungsbedarf auf. Zum anderen verschlechterte sich während der Finanzkrise das Rating einer beträchtlichen Zahl von Banken, wodurch diese Institute und ihr Kreditportfolio möglicherweise in andere Kreditrisikogruppen migrierten. Allerdings kann eine solche Migration für sich alleine genommen nicht den Rückgang des Gesamtvolumens für alle Banken erklären, zumal Banken in niedrigeren Ratingklassen (Gruppe 2 und 3) über den gesamten Zeitraum hinweg in begrenztem Umfang weiter Mittel aufnahmen. Vor dem Hintergrund des höheren Liquiditätsbedarfs dieser Institute kommt hier die Tatsache zum Tragen, dass sich die Banken auch anderweitig,

Abbildung E

Zinsabstand des Tagesgeldsatzes nach Kreditrisikogruppe

(in Basispunkten)



Quellen: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's und EZB-Berechnungen.

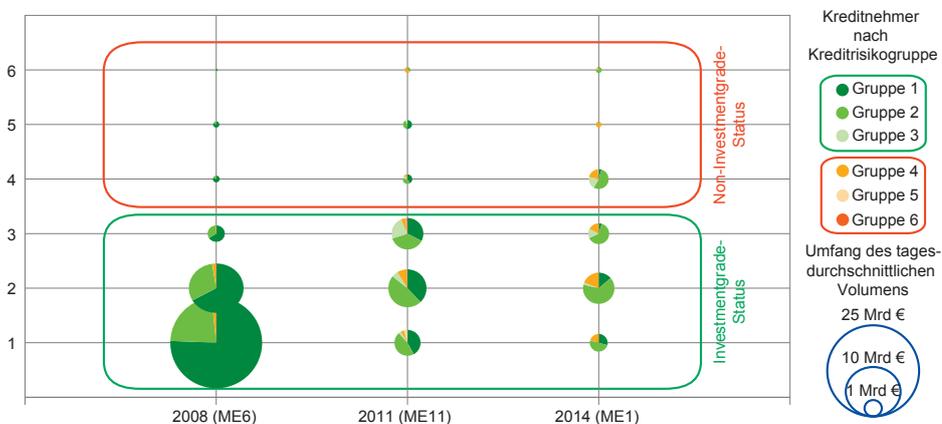
Anmerkung: Die Berechnung erfolgt auf Basis der Mindestreserve-Erfüllungsperioden (ME). Der Tagesgeldsatz wird als Spread gegenüber dem Satz für die Einlagefazilität ausgewiesen. MTVZ steht für Mengentender mit Vollzuteilung, APP für Programm zum Ankauf von Vermögenswerten.

⁷ Für die Zuordnung zu einer bestimmten Kreditrisikogruppe wird mindestens eine längerfristige Ratingnote vorausgesetzt. Liegen zwei oder mehr Ratings vor, ist für die Zuordnung zu einer Gruppe der – auf eine numerische Skala umgerechnete – Durchschnitt der Ratingnoten maßgeblich. Die Anzahl der in den einzelnen Gruppen enthaltenen Banken ist verschieden, da sich die Repräsentativität jeder Gruppe im Euro-Währungsgebiet darin niederschlägt. Die Banken können im Laufe der Zeit aufgrund neuer Ratingeinstufungen in andere Gruppen migrieren (siehe auch die Tabelle).

⁸ Der Anteil der nicht in der Stichprobe erfassten Banken am Gesamtvolumen liegt bei rund 25 %. Dieser Anteil ist im Zeitverlauf relativ konstant geblieben und trägt daher nicht zu einer Verzerrung der Stichprobe bei.

Abbildung F

Volumen des verliehenen und aufgenommenen Tagesgeldes nach Kreditrisikogruppen



Quellen: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Größe der Kreise zeigt das tagesdurchschnittliche Volumen der Kreditbeträge an. Die Ausschnitte innerhalb der Kreisdiagramme stehen für den Anteil der Kreditaufnahme nach Kreditrisikogruppe. Die Angaben basieren auf den nach Geschäftspartnern untergliederten Transaktionen in der TARGET2-Datenbank, wobei die Geschäftspartner mindestens eine öffentlich verfügbare Bewertung durch eine Ratingagentur haben müssen.

Definition der Kreditrisikogruppen

	Beurteilungsstufen der Ratingagenturen (langfristig)				Status	Harmonisierte Ratingskala des Eurosystems für Bonitätsbeurteilungsinstitute (ECAIs)
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
Gruppe 1	AAA bis AA (low)	AAA bis AA-	Aaa bis Aa3	AAA bis AA-	INVESTMENT- GRADE	CQS1
Gruppe 2	A (high) bis A (low)	A+ bis A-	A1 bis A3	A+ bis A-		CQS2
Gruppe 3	BBB (high) bis BBB (low)	BBB+ bis BBB-	Baa1 bis Baa3	BBB+ bis BBB-		CQS3
Gruppe 4	BB (high) bis BB (low)	BB+ bis BB-	Ba1 bis Ba3	BB+ bis BB-	NON-INVEST- MENTGRADE	
Gruppe 5	B (high) bis B (low)	B+ bis B-	B1 bis B3	B+ bis B-		
Gruppe 6	CCC (high) bis D	CCC+ bis D	Caa1 bis D	CCC+ bis D		

Quellen: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: CQS steht für Kreditqualitätsstufe (Credit Quality Step) und bezieht sich auf die harmonisierte Ratingskala des Eurosystems für externe Ratingagenturen (sogenannte Bonitätsbeurteilungsinstitute oder ECAIs). Siehe EZB, Das für geldpolitische Geschäfte verwendete Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem, Kasten 3, Monatsbericht April 2014.

d. h. im längerfristigen oder im besicherten Marktsegment sowie über Nichtbanken oder das Eurosystem, finanzieren konnten. Dass der besicherte Markt in den zurückliegenden Jahren an Bedeutung gewonnen hat, ist auch einer teilweisen Substitution des unbesicherten Handels zuzuschreiben.⁹

Die Unterschiede bei den Zinssätzen erklären sich auch durch das Kontrahentenrisiko, wobei sich die Zinsspreads der verschiedenen Bonitätsgruppen im Laufe der Zeit verändern.

Abbildung E setzt die gewichteten durchschnittlichen Ausleihesätze zu den Kreditrisikogruppen in Bezug. Banken mit niedrigerer Bonität zahlen in der Regel höhere Zinsen, was die in Abbildung C zutage tretenden Zinsunterschiede teilweise erklärt. Allerdings geht aus Abbildung E wiederum hervor, dass in den Zeiträumen 2008 bis 2010 und 2014 bis 2015 die Streubreite der durchschnittlichen Ausleihesätze unter

⁹ Siehe „Euro Money Market Survey“ und „Euro Money Market Study“: www.ecb.europa.eu/stats/money/mms/html/index.en.html

den jeweiligen Kreditrisikogruppen nur gering war. Dies zeigt, dass Banken mit begrenztem Marktzugang die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt insgesamt nicht beeinflussen, da sie – wie oben erwähnt – häufig auf Liquidität aus anderen Quellen angewiesen sind. Erst Ende 2011 und im Verlauf des Jahres 2012 stellten sich erhebliche Zinsunterschiede zwischen den Kreditrisikogruppen ein, wobei im Falle risikoreicherer Kreditnehmer das Volumen allerdings begrenzt war. Alles in allem waren lediglich Banken, die bestimmten Qualitätsanforderungen zu genügen schienen, zur Mittelaufnahme am unbesicherten Interbankenmarkt in der Lage.

Banken mit Investmentgrade-Rating dominieren das Kreditgeschäft am Tagesgeldmarkt.

Abbildung F zeigt eine Aufgliederung des Volumens an verliehenem und aufgenommenem Tagesgeld nach Kreditrisikogruppen. Dies gewährt ergänzend zu Abbildung D weiteren Aufschluss über die Herkunft der Kreditmittel in drei Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Die Abbildung macht deutlich, dass der Tagesgeldhandel im Jahr 2008 überwiegend zwischen Banken mit Bestnoten (Gruppe 1) erfolgte, dieses Handelsvolumen nach 2008 jedoch zurückging, weil die Nachfrage solcher Institute angesichts der hohen Überschussliquidität verebbte. Der Großteil des Angebots stammte jedoch weiterhin von den Banken mit Investmentgrade-Status, die in den Jahren 2011 und 2014 begrenzte Volumen an eine Reihe niedriger bewerteter Banken ausliehen.

Kasten 4

Veröffentlichung von TARGET-Salden

Die EZB wird ab sofort in monatlichem Abstand Statistiken zu den TARGET-Salden der nationalen Zentralbanken (NZBen) des Euro-Währungsgebiets veröffentlichen.¹ Diese Daten werden im Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB im Rahmen der Bilanzstatistik des Sektors der monetären Finanzinstitute bereitgestellt.² Die Veröffentlichung der einzelnen TARGET-Salden durch die EZB erfolgt im Einklang mit ihrer Verpflichtung zu Transparenz. In diesem Kasten wird kurz in Erinnerung gerufen, worum es sich bei TARGET-Salden handelt und welche Faktoren ihrer Entwicklung zugrunde liegen.³

TARGET-Salden sind die Nettoforderungen und -verbindlichkeiten der NZBen des Eurogebiets gegenüber der EZB, die sich aus in Zentralbankgeld abgewickelten – und über die gemeinsame Zahlungsplattform des Euroraums TARGET ausgeführten – grenzüberschreitenden Zahlungen der einzelnen nationalen Bankensektoren oder der NZBen selbst ergeben.⁴ Bei Durchführung einer Zahlung zwischen zwei Banken über TARGET wird das Konto der Auftraggeberbank bei ihrer NZB belastet, und es erfolgt eine Gutschrift auf das Konto der Empfängerbank bei deren nationaler Zentralbank. Unterhalten beide Banken ihr Konto bei derselben NZB, entsteht für das aggregierte Guthaben der Banken bei der NZB insgesamt kein Nettoeffekt, sodass die TARGET-Salden davon unberührt bleiben. Bei grenzüberschreitenden Transaktionen hingegen ergibt sich ein Rückgang des Guthabens der Auftraggeberbank auf ihrem NZB-Konto und ein Guthabenanstieg auf dem Konto der Empfängerbank bei ihrer NZB. Dies schlägt sich bei der erstgenannten NZB als TARGET-Verbindlichkeit und bei letzterer als TARGET-Forderung nieder. TARGET-Verbindlichkeiten und -Forderungen entstehen auch als Ergebnis grenzüberschreitender Transaktionen der NZBen selbst, wie z. B. beim Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren zu Anlagezwecken. Am Ende jeden Tages werden solche Intra-Eurosystem-Forderungen und -Verbindlichkeiten für das Eurosystem aggregiert und saldiert. Damit verbleibt jeder NZB eine einzige, bilateral gegenüber der EZB bestehende Nettoposition in Form eines positiven oder negativen TARGET-Saldos. Bei Aufrechnung aller TARGET-Salden (einschließlich des EZB-Saldos) ergibt sich per definitionem die Zahl null.⁵

¹ TARGET steht für Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system. Das aktuelle System heißt TARGET2 und ist im Mai 2008 an die Stelle von TARGET getreten. Der Einfachheit halber werden in diesem Kasten jedoch beide Systeme als „TARGET“ bezeichnet.

² Die Daten werden am ersten Arbeitstag eines jeden Monats mit einer zeitlichen Verzögerung von einem Monat bekannt gegeben. Einzelheiten finden sich auf der EZB-Website unter „Statistics“ – „Monetary and financial statistics“ – „TARGET balances of participating NCBs“.

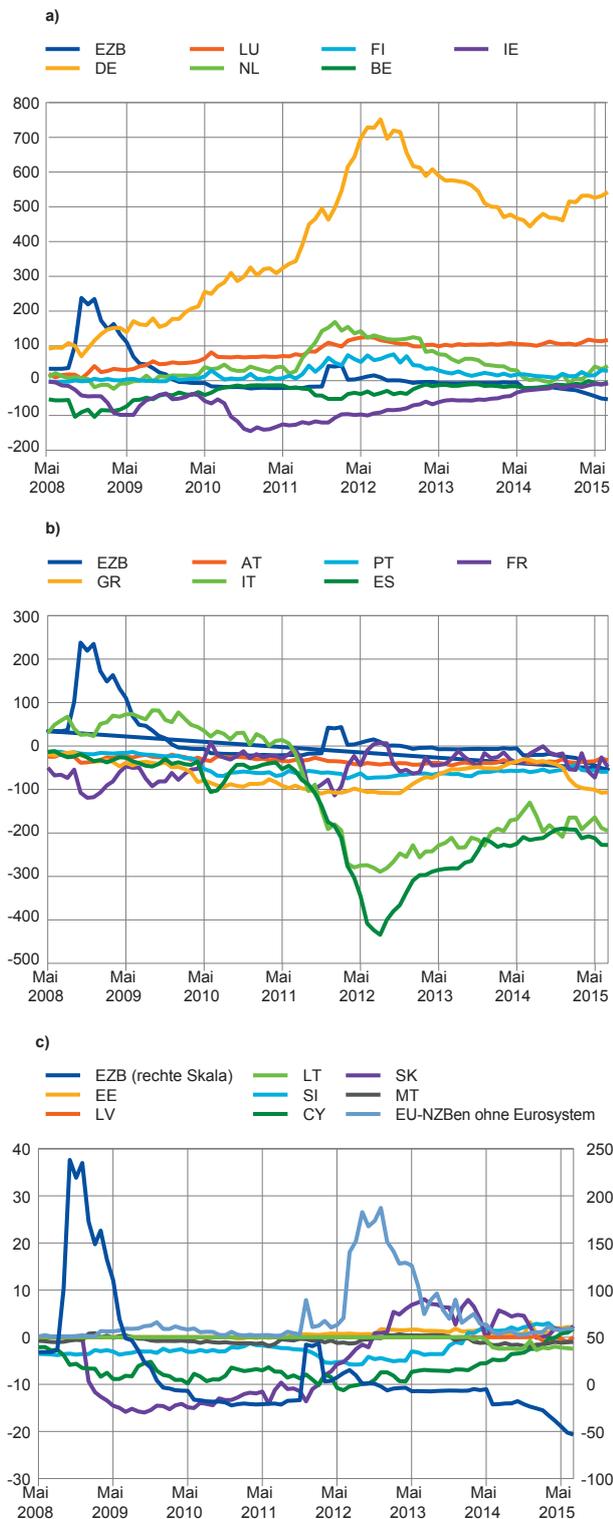
³ Siehe hierzu auch: EZB, TARGET-Salden und geldpolitische Geschäfte, Monatsbericht Mai 2013.

⁴ Einige NZBen in der Europäischen Union, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, haben sich TARGET auf freiwilliger Basis angeschlossen. Im Mittelpunkt dieses Kastens stehen die Länder des Euro-Währungsgebiets.

⁵ Der in der Abbildung dargestellte TARGET-Saldo der EZB gegenüber den NZBen spiegelt das Nettoergebnis der Forderungen und Verbindlichkeiten aus direkt von der EZB durchgeführten Transaktionen, z. B. im Zusammenhang mit liquiditätszuführenden Swap-Vereinbarungen in US-Dollar und Euro, wider.

Abbildung TARGET-Salden

(in Mrd €)



Quelle: EZB.
Anmerkung: „EU-NZBen ohne Eurosystem“ steht für die Forderungen der nicht dem Euroraum angehörenden NZBen in der EU, die auf freiwilliger Basis an TARGET teilnehmen. Welche NZBen zu dieser Gruppe gehören, kann sich im Zeitverlauf ändern. Im Januar 2015 waren es Bulgarien, Dänemark, Polen und Rumänien.

Diese TARGET-Salden sind ein normaler Bestandteil der dezentralen Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet. Sie spiegeln die Finanzströme aus grenzüberschreitenden, überwiegend von privaten Rechtspersonlichkeiten wie Kreditinstituten, Unternehmen oder Einzelpersonen veranlassten Finanztransaktionen innerhalb des Euroraums wider und bilden die daraus resultierende grenzüberschreitende Verteilung der Zentralbankliquidität ab. TARGET-Forderungen und -Verbindlichkeiten der NZBen gegenüber der EZB sowie der EZB gegenüber den NZBen gibt es daher bereits seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion. Bis Mitte 2007 belief sich die Summe aller Forderungen in den Bilanzen der NZBen des Euroraums auf etwa 100 Mrd €.

Die Entstehung umfangreicher TARGET-Salden während der Krise spiegelt unter dem Strich die Verteilung der unbaren Zentralbankliquidität innerhalb des Eurosystems wider. Die Durchführung der Geldpolitik im Eurosystem erfolgt dezentral, wobei die vom Eurosystem über die NZBen insgesamt bereitgestellte Liquidität der vom Bankensektor des Euroraums insgesamt benötigten Liquidität entspricht. Die Liquidität kann mittels des Interbankenmarkts über die Bankensektoren im Euroraum hinweg umverteilt werden. Während der Krise weitete sich der Liquiditätsbedarf der Banken im Eurogebiet erheblich aus, wobei es zwischen den Ländern zu einem beträchtlichen Gefälle kam. Zugleich trockneten die Interbankenmärkte aus, was die Liquiditätsverteilung über private Märkte verhinderte. Mit dem Beginn der Krise deckte das Eurosystem den Liquiditätsbedarf im Bankensektor des Euroraums, indem es über seine Refinanzierungsgeschäfte reichlich Zusatzliquidität bereitstellte. Seit Oktober 2008 sorgt das Eurosystem im Rahmen von Mengentendern mit Vollzuteilung für eine vollständige Erfüllung der Bankennachfrage nach Zentralbankliquidität, sofern hinreichende Sicherheiten vorhanden sind.

Die während der Krise deutlich angestiegene Inanspruchnahme von Zentralbankmitteln und die ungleichmäßige Verteilung dieser Mittel unter den Ländern ging mit einer entsprechenden Zunahme der TARGET-Forderungen und -Verbindlichkeiten einher. Diese erhöhten sich bis Ende 2012 (siehe Abbildung), was darauf

zurückzuführen war, dass die Banken einiger Länder per saldo grenzüberschreitende Zahlungsabflüsse in Verbindung mit einem erschwerten Marktzugang zu kurzfristigen Refinanzierungsmitteln zu beklagen hatten, während die Banken anderer Länder von umfangreichen Mittelzuflüssen profitierten. Anschließend bildeten sich die TARGET-Salden in absoluter Rechnung allgemein zurück, als sich die Marktfinanzierungsbedingungen allmählich verbesserten und die Inanspruchnahme von Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems durch die Banken geringer wurde. Ende 2014 weiteten sie sich wieder etwas aus. Dies hing unter anderem damit zusammen, dass die im Juni 2014 begonnenen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) vergleichsweise stärker von Banken bestimmter Länder mit TARGET-Verbindlichkeiten in Anspruch genommen wurden, da diese Geschäfte für solche Gegenparteien tendenziell attraktiver waren. Auch das im März 2015 gestartete erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) kann Auswirkungen auf die TARGET-Salden haben, wenn Käufer und Verkäufer in verschiedenen Euro-Ländern agieren, wodurch sich auch die jüngeren Entwicklungen erklären ließen.

Bei der Interpretation der TARGET-Salden innerhalb eines integrierten Finanzsystems wie dem des Euroraums ist Vorsicht geboten. Denn in diesen Salden können etwa auch Geldtransfers innerhalb großer grenzüberschreitend tätiger Bankengruppen zum Ausdruck kommen, wenn die Gruppe ihren Bedarf an Notenbankgeld zentral bei einer NZB deckt und dieses dann über TARGET unter ihren Mitgliedern verteilt. Zugleich finden in diesen Salden die von Fernzugangsteilnehmern ausgelösten Zahlungsströme ihren Niederschlag.⁶ Andere Faktoren, die zur Vorsicht mahnen, sind unterschiedliche Präferenzen der verschiedenen Euro-Länder in Bezug auf die Banknotenhaltung sowie die Inanspruchnahme der geldpolitischen Instrumente des Eurosystems durch Banken außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums via Tochtergesellschaften in an TARGET angeschlossenen Ländern.⁷ Darüber hinaus können grenzüberschreitende Ankäufe von Wertpapieren im Rahmen des APP die TARGET-Salden beeinflussen, ohne dass dies ein Indiz für finanzielle Spannungen wäre. Somit zeichnen die TARGET-Salden kein vollständiges Bild von den Nettofinanzströmen zwischen den Ländern, was allerdings auch keiner Intention entspricht.

⁶ Ein Institut mit Niederlassung in einem Land des Europäischen Wirtschaftsraums, das nicht an TARGET teilnimmt (z. B. eine im Vereinigten Königreich ansässige Bank), kann ein Konto bei einer anderen, an TARGET beteiligten NZB seiner Wahl eröffnen.

⁷ Nähere Informationen hierzu finden sich in: EZB, TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht Oktober 2011.

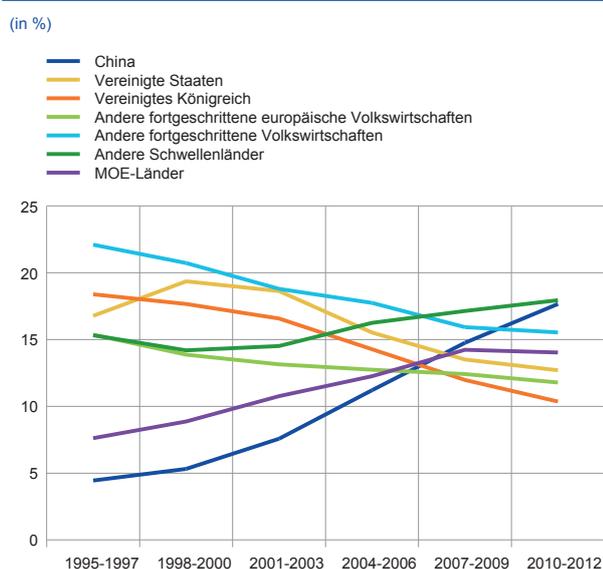
Kasten 5

Revidierte Außenhandelsgewichte für die effektiven Wechselkurse des Euro tragen der zunehmenden Bedeutung der Schwellenländer Rechnung

Die EZB hat vor Kurzem die Außenhandelsgewichte angepasst, die der Berechnung der effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro zugrunde liegen. Solche Revisionen werden alle drei Jahre durchgeführt, um mittelfristige Veränderungen im Außenhandel des Euro-Währungsgebiets mit gewerblichen Erzeugnissen zeitnah zu erfassen.¹ Die jüngste Aktualisierung erfolgte im August 2015. Dabei wurden die Zeitreihen um die durchschnittlichen Außenhandelsgewichte für den Dreijahreszeitraum von 2010 bis 2012 ergänzt, und die Gewichte für die vorangegangenen Zeiträume (1995 bis 2009) wurden angepasst, um Revisionen der Handelsdaten zu berücksichtigen.

Abbildung A

Entwicklung der Außenhandelsgewichte der EWK-38-Handelspartner



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die „anderen fortgeschrittenen europäischen Volkswirtschaften“ umfassen Dänemark, Norwegen, Schweden und die Schweiz; die „anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften“ umfassen Australien, Hongkong, Island, Israel, Japan, Kanada, Korea, Neuseeland, Singapur und Taiwan; die „MOE-Länder“ umfassen Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, die Tschechische Republik und Ungarn; die „anderen aufstrebenden Volkswirtschaften“ umfassen Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Malaysia, Marokko, Mexiko, die Philippinen, Russland, Südafrika, Thailand, die Türkei und Venezuela.

In den aktualisierten und revidierten Zeitreihen kommt die kontinuierlich zunehmende Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften und insbesondere Chinas als Handelspartner des Euro-Währungsgebiets zum Ausdruck (siehe Abbildung A und Tabelle). Das Gewicht Chinas im Währungskorb der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums (der EWK-38) hat sich von rund 4 % im Zeitraum 1995-1997 auf etwa 15 % in den Jahren 2007-2009 und weiter auf ungefähr 18 % in der Periode 2010-2012 erhöht. Andere Schwellenländer haben als Handelspartner des Eurogebiets ebenfalls an Bedeutung gewonnen, wenngleich weniger stark. Dabei verbuchten die Türkei, Russland und Indonesien die größten Zunahmen. Die Außenhandelsgewichte der fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der EWK-38-Ländergruppe haben sich indessen verringert. Im Jahr 1995 waren das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten mit Gewichten von etwa 18 % bzw. 17 % die zwei wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Bis 2012 gingen diese Anteile dann auf rund 10 % bzw. 13 % zurück.

¹ Ein Überblick über die Methodik zur Berechnung der EWK des Euro findet sich in: M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro, Revisiting the effective exchange rates of the euro, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 134, 2012.

Außenhandelsgewichte der EWK-38-Handelspartner

(in %)

Land	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	Veränderung 2010-2012 ggü. 1995-1997
China	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
Vereinigte Staaten	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	-4,1
Vereinigtes Königreich	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	-8,1
Schweiz	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	-1,2
Japan	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	-4,3
Polen	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
Tschechische Republik	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Schweden	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	-1,2
Russland	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Türkei	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Korea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonesien	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Ungarn	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Dänemark	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	-0,9
Rumänien	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Taiwan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	-0,8
Brasilien	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	-0,1
Hongkong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	-0,6
Mexiko	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapur	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	-0,6
Kanada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	-0,3
Thailand	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,1
Malaysia	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,2
Südafrika	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Norwegen	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	-0,3
Australien	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
Indien	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	-0,3
Israel	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,4
Marokko	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bulgarien	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Chile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Algerien	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentinien	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,2
Kroatien	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,2
Philippinen	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1
Neuseeland	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Island	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Länder sind nach der Reihenfolge ihrer Außenhandelsgewichte im Zeitraum 2010-2012 aufgelistet.

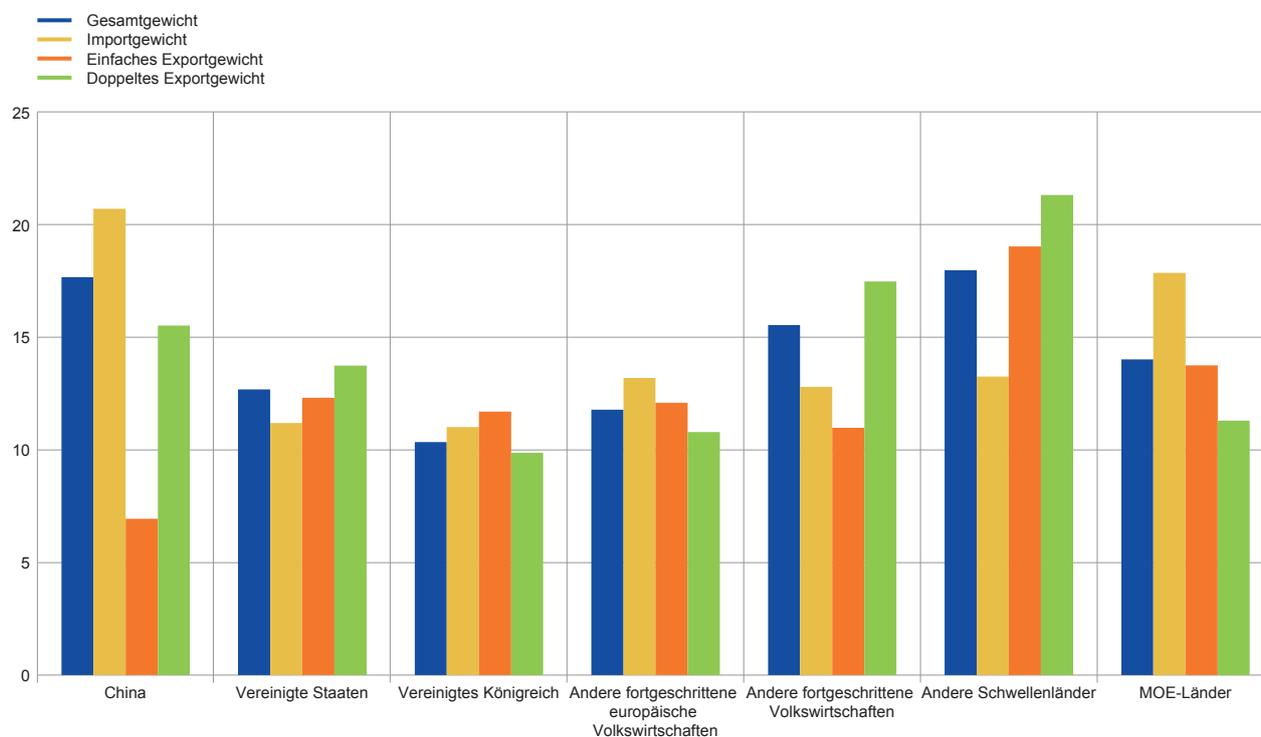
Der Anteil Mittel- und Osteuropas (MOE) am Handel des Euro-Währungsgebiets hat sich im Zuge der zunehmenden wirtschaftlichen Integration Europas ebenfalls erhöht.

So haben die MOE-Volkswirtschaften zusammengenommen seit dem Zeitraum von 1995 bis 1997 als Handelspartner des Euroraums die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich überrundet. In der Referenzperiode von 2010 bis 2012 blieb ihr Anteil am EWK-38-Währungskorb indessen stabil bei 14 %, worin sich der Rückgang des innereuropäischen Handels in diesem Zeitraum widerspiegelte. An den Einfuhren des verarbeitenden Gewerbes des Euroraums hatten die MOE-Länder ein Gewicht von 18 % und standen damit an zweiter Stelle gleich hinter China. Dies verdeutlicht den maßgeblichen Anteil Mittel- und Osteuropas am europäischen Beitrag zu den globalen Wertschöpfungsketten.

Abbildung B

Vergleich der Außenhandelsgewichte der EWK-38-Handelspartner im Zeitraum 2010-2012

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die einfachen Exportgewichte geben den Anteil der betreffenden Länder/Ländergruppen an den Ausfuhren gewerblicher Erzeugnisse des Euro-Währungsgebiets an. Die doppelten Exportgewichte erfassen darüber hinaus den Wettbewerb durch heimische Produzenten und Exporteure aus Drittländern, dem Exporteure aus dem Euro-Währungsgebiet auf Auslandsmärkten ausgesetzt sind.

Chinas Position als größter Handelspartner des Euro-Währungsgebiets resultiert in erster Linie aus dem Anteil des Landes an den Importen des Eurogebiets und am Wettbewerb auf Drittmärkten (siehe Abbildung B).

Bei den Einfuhren des Euroraums an gewerblichen Erzeugnissen steht China inzwischen mit einem Anteil von 21 % im Zeitraum von 2010 bis 2012 an erster Stelle. Auf der Exportseite werden die allgemeinen Außenhandelsgewichte doppelt gewichtet, um auch dem Wettbewerb Rechnung zu tragen, der auf den Auslandsmärkten von Exporteuren aus Drittländern ausgeht. Aufgrund der Bedeutung Chinas sowie einiger anderer fortgeschrittener und aufstrebender Volkswirtschaften als Konkurrenten der Exporteure des Euroraums steigen die Außenhandelsgewichte dieser Länder durch die Doppelgewichtung deutlich über das Niveau, das sich aus den direkten Ausfuhrbeziehungen ergibt. So lag z. B. Chinas doppelt gewichteter Exportanteil in der Periode von 2010 bis 2012 bei 16 %, verglichen mit einem einfachen Exportgewicht von 7 %.

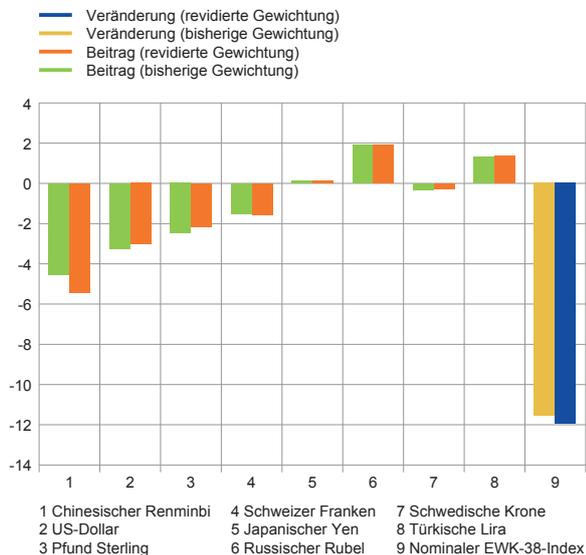
Anhand des aktualisierten Gewichtungsschemas fällt die seit 2010 zu beobachtende Abwertung des Euro sowohl in nominaler als auch in realer effektiver Rechnung etwas stärker aus als vor der Revision.

Legt man die aktualisierte Zeitreihe zugrunde, wertete der tägliche nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber der EWK-38-Ländergruppe in der Referenzperiode von Anfang 2010 bis Ende Juli 2015 um 12,0 % ab,

Abbildung C

Beiträge zur Veränderung des nominalen EWK-38-Index seit 2010

(in %; in Prozentpunkten)

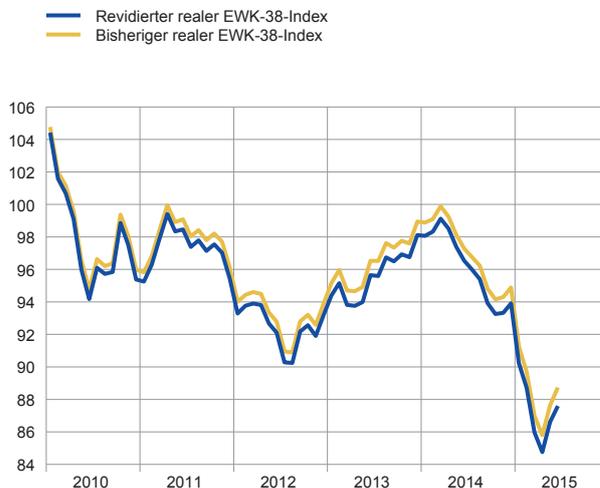


Quelle: EZB.
Anmerkung: Negative Werte zeigen eine Abwertung des Euro an, positive Werte eine Aufwertung. Die Abbildung bezieht sich auf den Zeitraum vom 1. Januar 2010 bis zum 31. Juli 2015.

Abbildung D

Bisheriger und revidierter realer EWK-38-Index

(Mit VPI deflationiert; Index: Q1 1999 = 100)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Abwärtsbewegungen zeigen eine Abwertung des Euro an, Aufwärtsbewegungen eine Aufwertung.

verglichen mit 11,6 % auf Basis des zuvor verwendeten Indikators. Diese Korrektur ist vor allem dem gestiegenen Außenhandelsgewicht des chinesischen Renminbi zuzuschreiben (siehe Abbildung C). Auch die aus der realen Abwertung des Euro hervorgehende Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets seit Anfang 2010 ist anhand der aktualisierten Indikatoren etwas größer als auf Grundlage der bisherigen Gewichtung. Für den mit dem Verbraucherpreisindex (VPI) deflationierten realen EWK-38-Index ergibt sich mittels der aktualisierten Daten für den Zeitraum von Anfang 2010 bis Juni 2015 ein Rückgang von 16,1 %, verglichen mit 15,3 % vor der Revision (siehe Abbildung D).

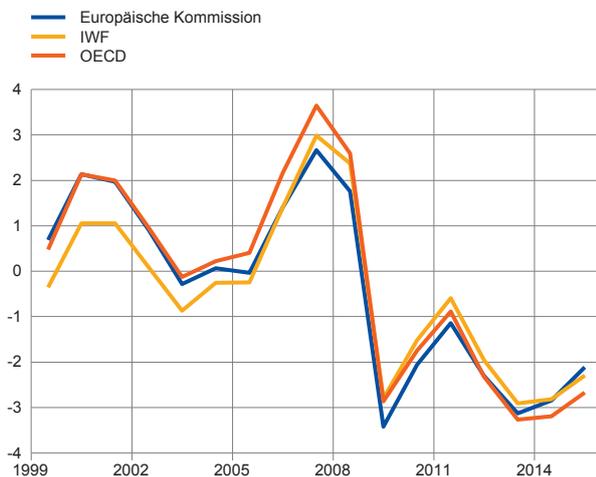
Kasten 6

Eine umfragebasierte Messgröße der Unterauslastung für das Euro-Währungsgebiet

Messgrößen der gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung wie etwa die Produktionslücke sind ein wichtiger Bestandteil der wirtschaftspolitischen Analyse, da sie das Zusammenspiel zwischen Angebot und Nachfrage abbilden. Die Unterauslastung ist jedoch eine unbeobachtete Variable und muss geschätzt werden. Schätzungen der Unterauslastung sind de facto mit großer Unsicherheit behaftet, tendenziell revisionsbedürftig und daher mit Vorsicht zu interpretieren.¹ Im vorliegenden Kasten wird ein Indikator vorgestellt, der auf verfügbare Umfrageergebnisse zur Nachfrage zurückgreift, um die Unterauslastung in der Wirtschaft zu schätzen. Diese Messgröße ist tendenziell weniger revisionsanfällig und kann somit Schätzungen der Produktionslücke im Rahmen von Strukturmodellen ergänzen.

Abbildung A
Schätzungen der Produktionslücke im Euro-Währungsgebiet

(in % des Produktionspotenzials)



Quellen: Frühjahrsprognose 2015 der Europäischen Kommission, World Economic Outlook des IWF vom April 2015 und Wirtschaftsausblick der OECD vom Mai 2015.

Es gibt verschiedene Methoden, um den Grad der wirtschaftlichen Unterauslastung zu ermitteln.

Schätzungen der Unterauslastung auf Basis einer Produktionsfunktion haben den Vorteil, dass sie mit der ökonomischen Theorie im Einklang stehen und die Entwicklung des Produktionspotenzials anhand seiner Komponenten (Arbeit, Kapital und totale Faktorproduktivität) erklären können. Schätzungen dieser Art werden von der Europäischen Kommission² und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)³ erstellt, während der Internationale Währungsfonds (IWF) je nach Land unterschiedliche Schätzverfahren anwendet. In Abbildung A sind die aktuellen Schätzungen der drei Institutionen für das Euro-Währungsgebiet dargestellt. Diesen zufolge liegt die Produktionslücke des Euroraums im laufenden Jahr zwischen -2,1 % und -2,7 %, was auf eine nach wie vor erhebliche Unterauslastung hinweist. Ein Nachteil dieser Schätzungen besteht indes darin, dass sie in

¹ Siehe beispielsweise EZB, Jüngste Belege zur Unsicherheit im Zusammenhang mit Echtzeitschätzungen der Produktionslücke im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Monatsbericht November 2011.

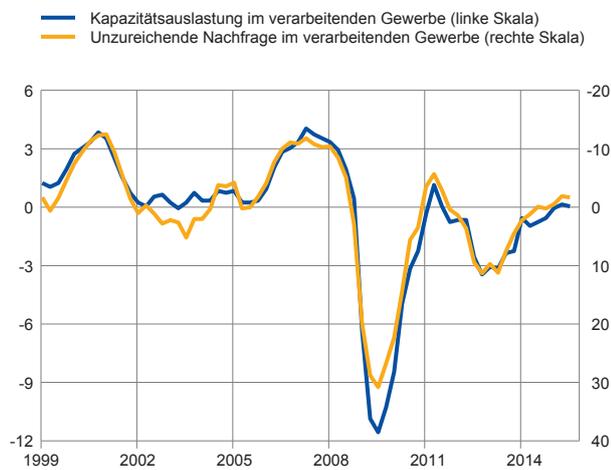
² Siehe K. Havik et al., The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps, in: European Economy – Economic Papers, Nr. 535, Europäische Kommission, November 2014.

³ Siehe P.-O. Beffy et al., New OECD methods for supply-side and medium-term assessments: a capital services approach, Economics Department Working Papers der OECD, Nr. 482, Juli 2006.

Abbildung B

Kapazitätsauslastung und unzureichende Nachfrage als Produktionshemmnis im verarbeitenden Gewerbe

(Abweichung vom historischen Durchschnitt in Prozentpunkten)



Quelle: Europäische Kommission.

der Unterauslastung am Arbeitsmarkt außer Acht. Umfragen zur Kapazitätsauslastung oder zur (unzureichenden) Nachfrage im verarbeitenden Gewerbe zeigen, dass die Unterauslastung im Eurogebiet Mitte 2015 nahe bei ihrem historischen Durchschnitt lag (siehe Abbildung B).

Eine neue umfragebasierte Messgröße der Unterauslastung setzt die

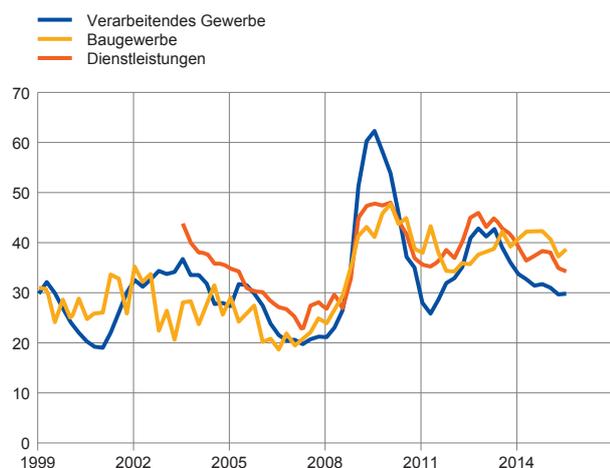
Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zu den Produktionshemmnissen mit der BIP-Entwicklung in Beziehung.

Bei dieser Erhebung werden die Befragten gebeten, die aktuell wichtigsten produktionsbeschränkenden Faktoren zu nennen. Die Antwort „unzureichende Nachfrage als Produktionshemmnis“ wird im Rahmen eines bivariaten Modells mit unbeobachteten Komponenten als Indikator der Unterauslastung herangezogen. Soweit verfügbar, umfasst dieser Umfrageindikator Angaben zum verarbeitenden Gewerbe, zum Baugewerbe und zum Dienstleistungssektor (siehe Abbildung C). In dem Modell entspricht die tatsächliche Produktion der Summe aus der (unbeobachteten) trendmäßigen Produktion und dem Grad der Unterauslastung. Die Wachstumsrate des Trend-Output wird als Zufallsprozess („Random Walk“) modelliert und die Unterauslastung anhand der Entwicklung des aggregierten Umfrageindikators bestimmt.

Abbildung C

Unzureichende Nachfrage als Produktionshemmnis

(in % der Antworten insgesamt)



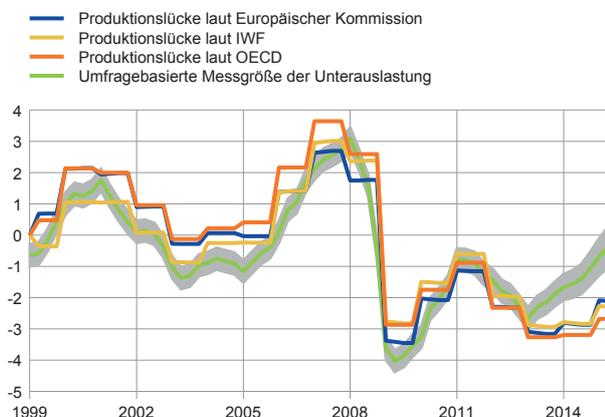
Quelle: Europäische Kommission.

⁴ Zu den Revisionen und der Unsicherheit der Schätzungen internationaler Institutionen siehe R. Anderton et al., Potential output from a euro area perspective, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 156, Abschnitt 2.2, November 2014.

Abbildung D

Unterauslastung im Euro-Währungsgebiet

(Abweichung vom Trend in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Berechnungen, Frühjahrsprognose 2015 der Europäischen Kommission, World Economic Outlook des IWF vom April 2015 und Wirtschaftsausblick der OECD vom Mai 2015.

Anmerkung: Der grau schattierte Bereich markiert ein Unsicherheitsband in Form einer Standardabweichung von +/-2 um die umfragebasierte Messgröße.

Für den Zeitraum ab 1999 deckt sich die umfragebasierte Messgröße der Unterauslastung über weite Strecken mit den aktuellen Schätzungen von Europäischer Kommission, OECD und IWF.

Allerdings weist der Umfrageindikator für den Zeitraum von 2014 bis 2015 einen relativ starken Rückgang der Unterauslastung aus, weshalb die nach dieser Methode geschätzte Unterauslastung derzeit geringer ist als in den Schätzungen der internationalen Institutionen (siehe Abbildung D). Da die umfragebasierte Messgröße auf Einschätzungen von Unternehmen beruht, inwieweit eine unzureichende Nachfrage ihre Produktion beeinträchtigt, könnte der Rückgang der Unterauslastung darauf schließen lassen, dass das seit 2014 beobachtete Wirtschaftswachstum im Euroraum eine Verbesserung der Nachfrage- und weniger der Angebotsbedingungen widerspiegelt.

Die Frage, inwieweit eine unzureichende

Nachfrage ein Produktionshemmnis darstellt, hilft dabei, die Entwicklung der Unterauslastung in dem Modell genauer zu bestimmen, was auch geringere Revisionen zur Folge hat.

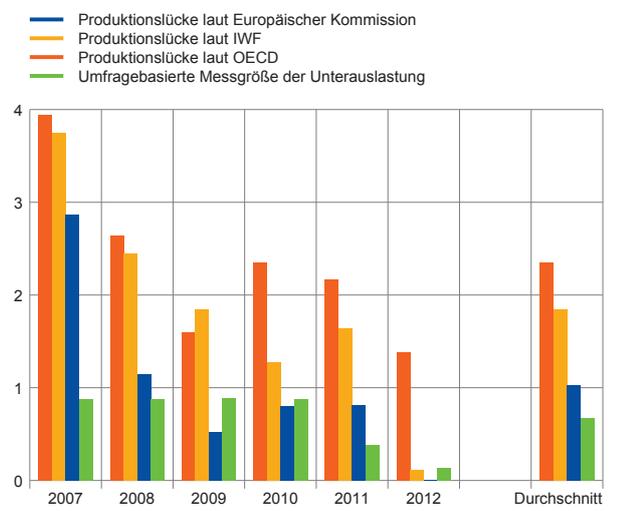
Rekursive Schätzungen zeigen, dass die umfragebasierte Messgröße im Zeitraum von 2000 bis 2014 zumeist geringere Unterschiede zwischen den Quasi-Echtzeit- und den Ex-post-Schätzungen aufwies als die Schätzungen der internationalen Institutionen zur Produktionslücke. Mithilfe des Datenbestands zum BIP lassen sich Echtzeit-Schätzungen erstellen, denen zufolge in dem am stärksten von Volatilität gekennzeichneten Zeitraum von 2007 bis 2012 die (annualisierte)

umfragebasierte Messgröße der Unterauslastung am wenigsten revisionsbedürftig war. Die Schätzungen der Europäischen Kommission zur Produktionslücke wurden im Vergleich dazu etwas stärker revidiert. Die größten Revisionen wurden an den OECD- und den IWF-Schätzungen vorgenommen (siehe Abbildung E).

Abbildung E

Revisionen der Schätzungen der Unterauslastung

(in Prozentpunkten)



Quellen: OECD, IWF, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Insgesamt weist die umfragebasierte Messgröße für 2015 auf eine geringere Unterauslastung im Eurogebiet hin als die veröffentlichten Schätzungen der internationalen Institutionen.

Wenngleich der auf Umfragen beruhende Indikator der Unterauslastung mit Unsicherheit behaftet ist und keine Aufschlüsselung in Arbeit, Kapital und totale Faktorproduktivität ermöglicht, wird er tendenziell seltener revidiert. Daher könnte die Verwendung solcher Messgrößen als Ergänzung zu Schätzungen der Produktionslücke im Rahmen von auf Produktionsfunktionen basierenden Modellen sinnvoll sein.

Kasten 7

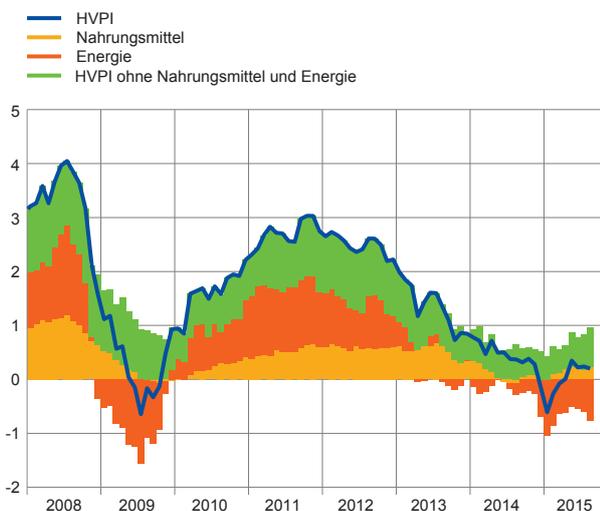
Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet

Durch die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise wurde der Verlauf der Teuerung im Euroraum, der in den letzten Quartalen von der Energiepreisentwicklung geprägt wurde, noch verstärkt. Dies gilt sowohl für den Rückgang des Beitrags zur Gesamtinflation im Jahr 2014 als auch für dessen Wiederanstieg in den ersten Monaten des Jahres 2015 (siehe Abbildung A) – dieses von Ab- und Zunahmen gekennzeichnete Muster lässt sich in den Preisen der unverarbeiteten und verarbeiteten Nahrungsmittel erkennen. Da die Teuerung von Nahrungsmitteln beträchtlichen Schwankungen unterliegen kann, werden im vorliegenden Kasten die Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entwicklung untersucht, um den Wiederanstieg der Teuerung besser verstehen zu können.

Die aktuellen Schwankungen des Preisauftriebs bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln lassen sich weitgehend durch die Entwicklung der Obst- und Gemüsepreise erklären. Diese Preisänderungen haben den größten Anteil sowohl am Absinken der Jahreswachstumsrate (von rund 5 % Mitte 2013 auf den historischen Tiefstand von knapp -3 % Mitte 2014) als auch an der Rückkehr zu positiven Veränderungsrate (rund 2 % Mitte 2015; siehe Abbildung B). In der Regel

Abbildung A
Beitrag der Entwicklung der Nahrungsmittelpreise zur Teuerung nach dem HVPI

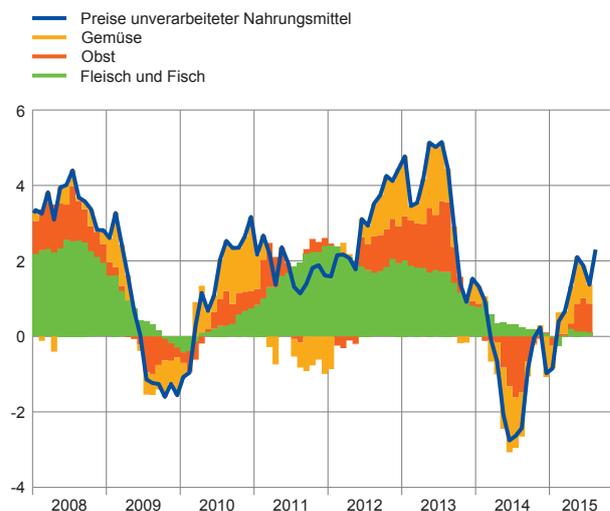
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2015 (Vorausschätzungen).

Abbildung B
Teuerung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)

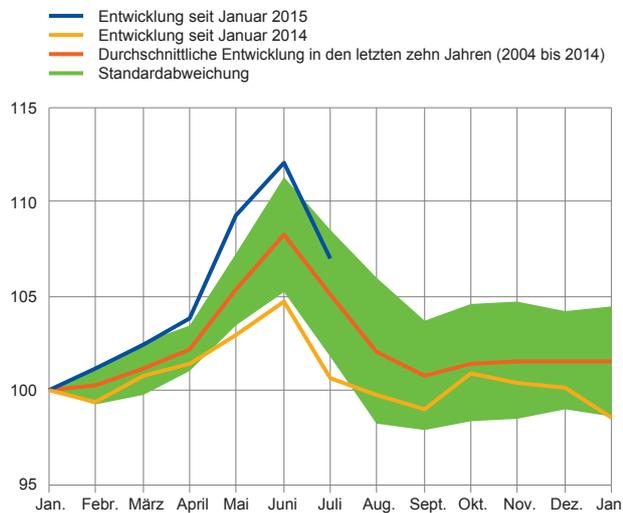


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für die jüngsten Angaben, die sich auf August 2015 beziehen (Vorausschätzungen), liegt noch keine Aufschlüsselung vor.

Abbildung C

Unterjähriges Verlaufsmuster der Preise für Obst und Gemüse im Euro-Währungsgebiet

(Index: Januar = 100)

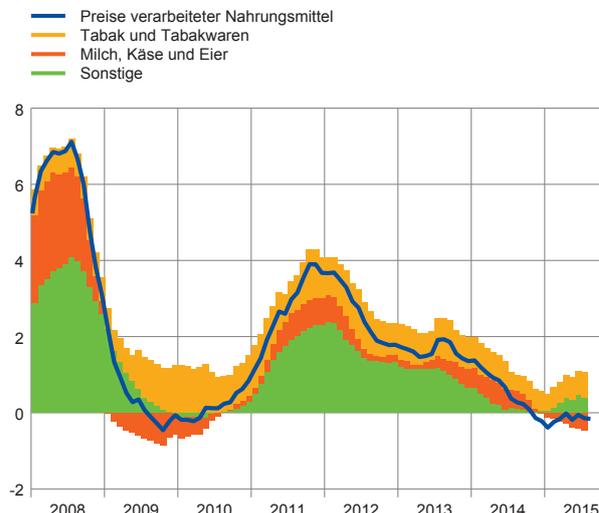


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die grün schattierte Fläche stellt einen Anstieg/Rückgang um eine Standardabweichung im Indexniveau für jeden Monat bezogen auf ihr Niveau im Januar des Vorjahrs in der Zeit von 2004 bis 2014 dar.

Abbildung D

Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



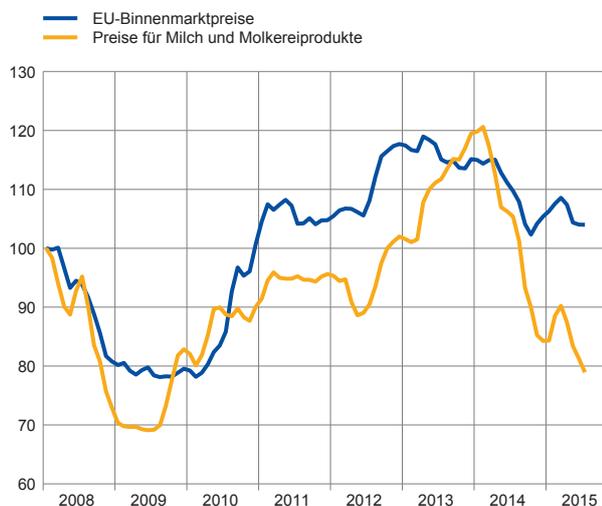
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für die jüngsten Angaben, die sich auf August 2015 beziehen (Vorausschätzungen), liegt noch keine Aufschlüsselung vor.

spielen hierbei Saisonfaktoren eine große Rolle. Ein Großteil der zu Jahresbeginn 2014 verzeichneten Verbilligung von Obst und Gemüse ist auf den milden Winter 2013-2014 zurückzuführen sowie darauf, dass der vorherige durch ungünstige Wetterbedingungen ausgelöste Aufwärtsdruck nachließ. Die Rückkehr zu positiven Jahreswachstumsraten im ersten Halbjahr 2015 spiegelt also sowohl die relativ gedämpfte Preisentwicklung vor Jahresfrist als auch die verhältnismäßig kräftige Preisentwicklung im laufenden Jahr wider (siehe Abbildung C).

Abbildung E

Entwicklung der EU-Binnenmarktpreise

(in EUR; Index: Januar 2008 = 100; nicht saisonbereinigt)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2015.

Die jüngste Entwicklung des Preisauftriebs bei verarbeiteten Nahrungsmitteln hat unterschiedliche Ursachen.

Erstens ist die Anfang 2015 verzeichnete Aufwärtsbewegung auf einen etwas höheren Beitrag der Preise für Tabak und Tabakwaren zurückzuführen, die häufig von steuerlichen Maßnahmen beeinflusst werden (siehe Abbildung D). Zweitens kann sich – wie im Fall der Energiepreise – die Entwicklung der internationalen Rohstoffpreise in starkem Maß auf die Preise verarbeiteter Nahrungsmittel niederschlagen. Im Euroraum haben allerdings die Ab-Hof-Preise im EU-Binnenmarkt und nicht die internationalen Rohstoffpreise in der Regel in diesem Zusammenhang auf Verbraucherebene eine höhere Relevanz. Sowohl die internationalen Nahrungsmittelpreise als auch die EU-Binnenmarktpreise (siehe Abbildung E) waren seit 2014 gesunken und wiesen Anfang 2015 erste Zeichen einer Stabilisierung auf. Vor allem die entsprechenden Preise für Milch und Molkereiprodukte, die derzeit

auch besonderen Einflüssen unterliegen, üben einen Abwärtsdruck auf die Rohstoffpreise und auch auf die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel aus. Sofern sich Rohstoffe nicht weiter verbilligen, dürfte ein Nachlassen derartiger Faktoren dazu beitragen, dass der Wiederanstieg der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel an Nachhaltigkeit gewinnt.

Ein Sonderfaktor, der derzeit Einfluss auf den Preisauftrieb sowohl bei unverarbeiteten als auch bei verarbeiteten Nahrungsmitteln hat, ist das russische Embargo für Einfuhren aus der Europäischen Union. Dieses Embargo trat Mitte 2014 in Kraft und könnte einer stärkeren Erholung der Nahrungsmittelpreise entgegengestanden haben. So wies die damals verfügbare anekdotische Evidenz auf einen negativen Einfluss auf die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel wie Äpfel und verarbeitete Nahrungsmittel wie Molkereiprodukte hin. Als Reaktion auf das Embargo legte die Europäische Kommission allerdings Unterstützungsmaßnahmen für verderbliches Obst und Gemüse auf, wodurch der durch ein Überangebot an diesen Produkten erzeugte Abwärtsdruck auf die Preise möglicherweise abgeschwächt wurde.¹ Durch die Verlängerung des russischen Embargos und der Stützungsmaßnahmen, die die negativen Folgen abmildern sollen, dürfte die Preisentwicklung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln weiterhin gedämpft werden.

Das Auslaufen der Milchquotenregelung im März 2015 stellt einen Sonderfaktor dar, der sich vor allem auf die Preise für Molkereierzeugnisse ausgewirkt hat.

In den letzten Jahren haben die Milchbauern in der EU in Erwartung der Abschaffung dieser Quoten ihre Produktion für den weltweiten Export gesteigert und damit ihre Anfälligkeit gegenüber Schwankungen der globalen Nachfrage erhöht. Derzeit werden die Preise durch den gestiegenen Wettbewerb und das Überangebot infolge der schwächeren Nachfrage aus Russland und einigen Schwellenländern gedrückt. Sollte die internationale Nachfrage nicht wieder anziehen, wird ein Teil des auf dem Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln lastenden Abwärtsdrucks wohl nur allmählich abebben.

Insgesamt gesehen trug (neben umfangreichen Basiseffekten) die Verteuerung von Nahrungsmitteln zum Wiederanstieg der Inflationsrate Anfang 2015 bei.

Im historischen Vergleich ist die Preissteigerung bei Nahrungsmitteln allerdings nach wie vor recht gering. Sonderfaktoren wie das russische Embargo auf Nahrungsmiteleinfuhren aus der EU, das Überangebot an Molkereiprodukten aufgrund der Abschaffung der Milchquoten sowie die niedriger als erwartet ausfallende Nachfrage am Weltmarkt dämpfen derzeit den Anstieg der Nahrungsmittelpreise.

¹ Anfang August 2014 kündigte die Europäische Kommission im Rahmen der Gemeinsamen Agrarpolitik (GAP) Notfallmaßnahmen zur Marktstützung für verderbliches Obst und Gemüse an; dabei wurden Obst und Gemüse zum vollen Preis direkt vom Bauern angekauft oder diese für das Nichternten ihrer Erzeugnisse entschädigt. Am 30. Juli 2015 wurden diese Maßnahmen um ein weiteres Jahr, d. h. bis zum 30. Juni 2016, verlängert.

Kasten 8

Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2015

Am 25./26. Juni 2015 billigte der Europäische Rat die an die 26 EU-Länder ohne Anpassungsprogramm¹ gerichteten länderspezifischen Empfehlungen zur Wirtschafts- und Finanzpolitik. Diese Empfehlungen wurden am 14. Juli 2015 von den Wirtschafts- und Finanzministern angenommen, womit das Europäische Semester 2015 offiziell abgeschlossen wurde. Die finanzpolitischen Empfehlungen des Rates sollen sicherstellen, dass die Länder den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) erfüllen. Sie enthalten Stellungnahmen zu den aktualisierten Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen, die die Regierungen der betreffenden Mitgliedstaaten dem Europäischen Rat und der Europäischen Kommission bis Mitte April zu übermitteln hatten.² In diesen Stellungnahmen wurde die im Januar 2015 von der Kommission veröffentlichte Mitteilung über die im SWP vorgesehene Flexibilität berücksichtigt.³ Die im Rahmen des Europäischen Semesters 2015 abgegebenen länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik müssen nun Eingang in die Übersichten über die Haushaltsplanung 2016 finden, die der Euro-Gruppe und dem Rat bis Mitte Oktober dieses Jahres vorzulegen sind. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Kasten mit den Empfehlungen, die an die 17 Euro-Länder gerichtet wurden, und betrachtet ihre Auswirkungen auf die Haushaltsplanung 2016 dieser Staaten.

In den Empfehlungen des Europäischen Rates wird für 12 der 17 überprüften Euro-Länder das Risiko einer Nichterfüllung der nach dem SWP bestehenden strukturellen Konsolidierungsanforderungen festgestellt. Insgesamt wird von den fünf Mitgliedstaaten ohne Anpassungsprogramm, die sich derzeit in einem Defizitverfahren befinden (Irland, Portugal, Slowenien, Spanien und Frankreich), zwar eine strukturelle Anpassung für 2015 und 2016 von durchschnittlich 0,7 % des BIP bzw. 0,9 % des BIP gefordert, um die Einhaltung des SWP zu gewährleisten, doch in einem Szenario ohne Politikwechsel werden für beide Jahre sogar leicht negative Durchschnittswerte erwartet.⁴ Die 12 Euro-Mitgliedstaaten, die der

¹ Hierzu zählen alle EU-Mitgliedstaaten außer Zypern und Griechenland.

² Diese Programme enthalten die Haushaltsplanungen der Regierungen für mindestens das laufende Jahr und die drei Folgejahre. Ein Überblick hierzu findet sich in: Europäische Kommission, The 2015 stability and convergence programmes – an overview, Institutional Paper, Nr. 2, Juli 2015.

³ Am 13. Januar 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission die Mitteilung über die „Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität“, abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0012&from=EN>. Siehe hierzu auch EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

⁴ Im Rahmen der korrektiven Komponente des SWP wurde Malta im Jahr 2014 vom Europäischen Rat fristgerecht aus dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit entlassen. Gleichzeitig beschloss der Rat, kein Defizitverfahren gegen Finnland zu eröffnen, obwohl die Überschreitung des Referenzwerts von 3 % des BIP im Jahr 2014 den Prognosen zufolge nicht vorübergehender Natur sein wird und das Haushaltsdefizit bis 2016 nicht unter diesen Wert sinken dürfte.

präventiven Komponente des SWP unterliegen, müssen zur Erreichung ihres mittelfristigen Haushaltsziels in den Jahren 2015 und 2016 eine strukturelle Anpassung von durchschnittlich 0,2 % des BIP leisten, während die für diesen Zeitraum tatsächlich zu erwartende Konsolidierung auch hier leicht im negativen Bereich liegt.⁵ Mit den finanzpolitischen Empfehlungen werden deshalb acht Mitgliedstaaten (Belgien, Estland, Italien, Lettland, Litauen, Malta, Österreich und Finnland) aufgefordert, eine dem präventiven Teil des SWP entsprechende strukturelle Anpassung vorzunehmen. Zwei Euro-Länder (Belgien und Italien) sind darüber hinaus bei der Konsolidierung zur Einhaltung der Schuldenregel deutlich zurückgefallen. Um nicht gegen diese zu verstoßen, müsste Italien eine Verbesserung seines strukturellen Saldos 2015 um 2,1 % des BIP erreichen, während sich die prognostizierte strukturelle Konsolidierung auf 0,3 % des BIP

Tabelle

Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet 2015 und 2016 nach Ländern

Land	Verpflichtende Verbesserung gemäß SWP (Veränderung der strukturellen Defizitquote in Prozentpunkten – soweit mittelfristiges Haushaltsziel nicht erreicht)		Frühjahrsprognose 2015 der Europäischen Kommission (Veränderung der strukturellen Defizitquote in Prozentpunkten)		Jährliche Konsolidierungslücke (Differenz zwischen Frühjahrsprognose 2015 und verpflichtender Verbesserung – soweit mittelfristiges Haushaltsziel nicht erreicht)		Nachrichtlich: Veränderung der Zinsausgaben in % des BIP 2014-2016 (Frühjahrsprognose 2015 der Europäischen Kommission)		
	2015	2016	2015	2016	2015	2016			
Präventiver Teil									
Belgien	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,4		
Deutschland	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,2	-0,3	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,3		
Estland	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	0,0		
Italien	0,25	0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4		
Lettland	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,6	-0,2		
Litauen	0,2	0,5	-0,7	0,7	-0,9	0,2	-0,2		
Luxemburg	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-1,0	-0,2	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	0,0		
Malta	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,3		
Niederlande	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,1	-0,1	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,1		
Österreich	-0,06	0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,1		
Slowakei	0,0	0,25	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,4		
Finnland	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1		
Korrektiver Teil (Defizitverfahren)									
Frist gemäß Defizitverfahren	2015	Irland*	1,9	0,6	0,5	0,3	-1,4	-0,3	-0,6
	2016	Portugal*	0,5	0,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,2	-0,4
		Slowenien*	0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,1	-0,3
	2017	Spanien	0,8	1,2	-0,4	-0,2	-1,2	-1,4	-0,3
	Frankreich	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,8	-0,1	

Quellen: Länderspezifische Empfehlungen für 2015 (www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations) und Frühjahrsprognose 2015 der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Berücksichtigt sind Euro-Länder, die nicht Gegenstand eines Finanzhilfeprogramms sind (d. h. alle Mitgliedstaaten außer Zypern und Griechenland). Die verpflichtende strukturelle Verbesserung nach dem präventiven und dem korrektiven Teil des SWP basiert auf den länderspezifischen Empfehlungen. Das Defizitverfahren für Irland wurde bereits vor der Reform durch das „Sechserpaket“ eröffnet. Aufgrund fehlender jährlicher Defizitziele hatte Irland daher eine durchschnittliche jährliche strukturelle Verbesserung zu erzielen. *Die Angaben für 2016 beziehen sich auf die nach dem präventiven Teil bestehende Anforderung für die strukturelle Anpassung unter der Annahme einer fristgerechten Entlassung aus dem Defizitverfahren im Jahr 2015. Die in der präventiven Komponente des SWP geforderte strukturelle Konsolidierung berücksichtigt nicht die Anforderungen zur Einhaltung der Schuldenregel. Die angegebenen Werte wurden – sofern sie sich nicht auf die Verpflichtungen gemäß dem SWP beziehen – aufgerundet.

⁵ Siehe hierzu auch EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

beläuft. Belgien müsste – um die Schuldenregel einzuhalten – seinen strukturellen Saldo um 1,1 % des BIP verbessern, die prognostizierte strukturelle Anpassung liegt indes bei 0,5 % des BIP. In beiden Ländern resultiert der Anpassungsbedarf aus der seit 2013 (Italien) bzw. 2014 (Belgien) wachsenden Konsolidierungslücke. Die genannten Anpassungsanforderungen finden sich nicht in den finanzpolitischen Empfehlungen für Italien und Belgien wieder, da die Kommission zu dem Schluss kam, dass die Abweichung von der Schuldenregel durch einschlägige Faktoren wie eine ungünstige Konjunkturlage und die Umsetzung von Strukturreformen erklärt werden kann. In zahlreichen Mitgliedstaaten fielen die Zinsausgaben niedriger aus als in der Haushaltsplanung veranschlagt. Doch statt die hierdurch erzielten Einsparungen für einen zügigeren Defizitabbau zu verwenden, erhöhten viele Länder ihre Primärausgaben (d. h. die Staatsausgaben ohne Zinsausgaben) in größerem Umfang als geplant. Mitgliedstaaten mit hohen staatlichen Schuldenquoten (Belgien, Frankreich, Italien, Irland und Portugal) wird daher geraten, die unerwarteten Einsparungen infolge niedrigerer Zinsausgaben für den Abbau ihrer Haushaltsdefizite zu verwenden. Was die Euro-Länder betrifft, die ihre mittelfristigen Haushaltsziele bereits erreicht haben, so lautet die Empfehlung für Deutschland, die öffentlichen Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Forschung aufzustocken, während den Niederlanden geraten wird, den Schwerpunkt der öffentlichen Ausgaben auf Investitionen in Forschung und Entwicklung zu verlagern.

Das Europäische Semester 2015 – der fünfte Überwachungszyklus seit seiner Einführung – folgte einem strafferen Ansatz mit der Maßgabe, weniger, aber dafür gezieltere Empfehlungen auszusprechen.

Im Zuge dieser Umstellung wurden beispielsweise Analysen und Empfehlungen der Europäischen Kommission früher veröffentlicht, um den Dialog mit den Mitgliedstaaten zu verbessern. Insgesamt vermitteln die länderspezifischen Empfehlungen 2015 ein angemessenes Bild der in den einzelnen Staaten bestehenden Risiken eines Verstoßes gegen die EU-Haushaltsregeln und zeigen zugleich die wichtigsten Bereiche für Reformen auf. Dabei halten sie sich an die für dieses Europäische Semester im Jahreswachstumsbericht 2015 veröffentlichte allgemeine finanzpolitische Vorgabe, „eine verantwortungsvolle Fiskalpolitik“ zu betreiben.⁶ Im Allgemeinen können die Empfehlungen des Europäischen Semesters nur dann die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen erhöhen, wenn die Nichteinhaltung von EU-Haushaltsregeln als solche festgestellt und etwas gegen sie unternommen wird. In diesem Zusammenhang wird im sogenannten Fünf-Präsidenten-Bericht vom Juni 2015⁷ die Einrichtung eines neuen Europäischen Fiskalausschusses vorgeschlagen, der eine öffentliche und unabhängige Bewertung der Haushaltspolitik der einzelnen Länder vor dem Hintergrund ihrer nach dem finanzpolitischen Rahmen der EU bestehenden Verpflichtungen vorlegen soll. Diese Bewertungen würden dann in die Entscheidungen der Europäischen Kommission im Zusammenhang mit dem Europäischen Semester einfließen. Der Bericht regt darüber hinaus ein stärker integriertes Europäisches Semester an, bei dem die nationalen Parlamente eine größere Rolle spielen.

⁶ Siehe Europäische Kommission, Jahreswachstumsbericht 2015, Brüssel, November 2014, abrufbar unter http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_de.pdf.

⁷ Siehe Jean-Claude Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz, „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“, Brüssel, 2015.

Angesichts fortbestehender Schwachstellen wie einer hohen Staatsverschuldung und erheblicher struktureller Defizite in den Ländern des Eurogebiets sollten etwaige Reformen des Europäischen Semesters nicht dazu führen, dass die Empfehlungen zur Haushaltspolitik abgemildert werden.

Die Finanzpolitik sollte die wirtschaftliche Erholung stützen, ohne gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu verstoßen. Eine vollständige und einheitliche Umsetzung des SWP ist von entscheidender Bedeutung, um das Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen der EU zu gewährleisten. Aus den Übersichten über die Haushaltsplanung 2016 sollte somit hervorgehen, wie die Regierungen, deren strukturelle Anpassung nicht ihren Verpflichtungen im Rahmen des SWP genügt, den länderspezifischen Empfehlungen Folge leisten wollen, um die EU-Haushaltsregeln durch einen zügigeren Abbau ihres Defizits einzuhalten. Angesichts der volatilen Anleiherenditen sollten insbesondere die hochverschuldeten Länder in ihren Haushaltsplanungen den aus einer Umkehr des derzeitigen Niedrigzinsumfelds erwachsenden Risiken Rechnung tragen.

Aufsätze

Aktueller Stand des Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit der Frage, in welchem Stadium sich der Preiszyklus bei Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet aktuell befindet, und zieht einen Vergleich mit den historischen Entwicklungsmustern. Dabei ist festzustellen, dass die Erholung der Wohnimmobilienpreise im Euroraum bislang recht verhalten war. Sie scheint schwächer als die historisch in der Anfangsphase eines zyklischen Aufschwungs am Immobilienmarkt gemeinhin vorzufindende Preissteigerung auszufallen. Gleichwohl legen die erfolgten Korrekturen vergangener Überbewertungen im Verbund mit günstigen Einkommens- und Finanzierungsbedingungen den Schluss nahe, dass eine nachhaltige Fortsetzung der Erholung nunmehr aussichtsreicher ist als während des kurzlebigen Aufschwungs recht bald nach der Krise. Eine allmähliche, nachhaltige zyklische Erholung der Wohnimmobilienpreise würde die Wirtschaftsentwicklung stützen. Dabei ist die entsprechende Kreditdynamik bislang gedämpft, sodass sich der Aufbau systemischer Risiken für das Finanzsystem im Eurogebiet in Grenzen hält. Das neue makroprudenzielle Instrumentarium trägt ebenfalls dazu bei, möglichen Risiken gezielt und dezidiert entgegenzuwirken.

1 Einleitung

Die Preise von Wohnimmobilien haben sich als ein Schlüsselindikator für die Einschätzung des Wirtschaftsstadiums im Euro-Währungsgebiet seit der Finanzkrise erwiesen. Hierin schlägt sich die allgemeine Bedeutung nieder, die der Wohnimmobiliensektor für die zeitliche Bestimmung und die Amplitude des Konjunkturzyklus tendenziell besitzt, und mehr noch dessen besondere Bedeutung nach dem Ende einer Boom-Bust-Phase. Vor der Krise hatten sich Wohnimmobilien in einer Reihe von Ländern bei nicht nachhaltigen Steigerungsraten auf nicht nachhaltige Niveaus verteuert, sodass die unvermeidlich erfolgenden Anpassungen letztlich für rückläufige oder bestenfalls verhaltene Preisentwicklungen an den Wohnimmobilienmärkten sorgten.

Nach einigen Auf- und Abwärtsbewegungen im Laufe einer langwierigen Anpassungsphase mehren sich nun die Anzeichen, dass die Wohnimmobilienpreise im Euroraum wieder im Aufwind liegen. Seinen Tiefpunkt hatte der Zyklus – gemessen an der Jahresänderungsrate der Wohneigentumspreise – Anfang 2013 durchlaufen. Anschließend verlangsamte sich der Preisrückgang allmählich, und in der zweiten Hälfte des Jahres 2014 wurde die Änderungsrate wieder positiv. Bislang erscheint diese Erholung zwar noch nicht

sehr ausgeprägt, doch der Aufwärtstrend ist auf relativ breiter Linie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets zu erkennen. Aufschluss gibt vor diesem Hintergrund die Analyse der verschiedenen Determinanten der einsetzenden Erholung bei den Wohnimmobilienpreisen sowie die Untersuchung ihrer Stärke und der zu erwartenden Nachhaltigkeit.

Das Stadium und die Ausprägung des Immobilienpreiszyklus zu verstehen, ist sowohl aus gesamtwirtschaftlicher Sicht als auch mit Blick auf die Finanzstabilität von Bedeutung. Der Preiszyklus ist mit dem Konjunktur- und dem Finanzzyklus verwoben, denn die Preise für Wohnimmobilien beeinflussen den Kreditmarkt, da sie die Werthaltigkeit der Sicherheiten bestimmen, die private Haushalte zur Unterlegung von Krediten nutzen und von den Banken beliehen werden können. Welche Bedeutung solchen Sicherheiten zukommt, wurde im Kontext der Finanzkrise und der sich daraus ergebenden Probleme für den Bankensektor bestimmter Euro-Länder ersichtlich. Mit Blick auf die weitere Entwicklung bedürfen die Preisbewegungen am Wohnimmobilienmarkt angesichts des gegenwärtigen Niedrigzinsumfelds einer besonders gründlichen Analyse, denn zwischen Wohnimmobilienpreisen, Konjunktur und Kreditdynamik bestehen komplexe Verflechtungen.

Der Aufsatz erörtert die jüngsten Preisentwicklungen am Immobilienmarkt des Euro-Währungsgebiets und diskutiert die weiteren Perspektiven. Das Hauptaugenmerk liegt auf den Wohnimmobilien, die Preisentwicklung bei Gewerbeimmobilien bleibt unberücksichtigt (Abschnitt 2). In Abschnitt 3 werden die aktuellen Wohnimmobilienpreis- und Kreditzyklen mit früheren Perioden verglichen. Es folgt eine Analyse der Wechselwirkung zwischen Immobilienpreisdynamik, Realwirtschaft und Bankensektor (Abschnitt 4).

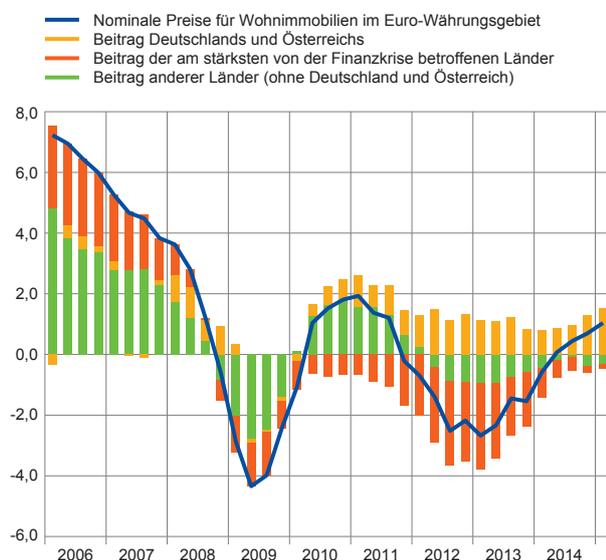
2 Wohnimmobilienpreise: jüngste Entwicklung und Ausblick

Die aktuelle Preisentwicklung an den Wohnimmobilienmärkten des Euro-Währungsgebiets spricht dafür, dass der Wendepunkt erreicht und eine Erholung in Gang ist. Mitte 2013 begann die Jahreswachstumsrate der Preise für Wohneigentum zu steigen und im zweiten Halbjahr 2014 drehte sie leicht in den positiven Bereich. Eine ähnliche Entwicklung zeichnete sich 2009-2010 recht bald nach der Finanzkrise ab, doch damals stellte sich die Erholung aufgrund der einsetzenden Staatsschuldenkrise im Euroraum nicht als nachhaltig heraus. Aufschluss verspricht daher eine Einschätzung, wie nachhaltig die gerade entstehende, noch verhaltene Erholung im Euroraum insgesamt ist. Hierzu kommen die unterschiedlichen Faktoren auf den Prüfstand, die der Erholung zugrunde liegen.

Als erstes ist festzustellen, dass sich die Preiserholung am Wohnimmobilienmarkt relativ breit über bestimmte Gruppen von Ländern verteilt. In der seit Anfang 2013 wieder anziehenden Jahreswachstumsrate der Wohnimmobilienpreise spiegeln sich, bei einem weiter robusten positiven Niveau des deutschen und österreichischen Beitrags, vor allem die sukzessive rückläufigen Negativbeiträge der am stärksten von der Finanzkrise betroffenen Länder (Irland,

Abbildung 1 Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet nach Ländergruppen

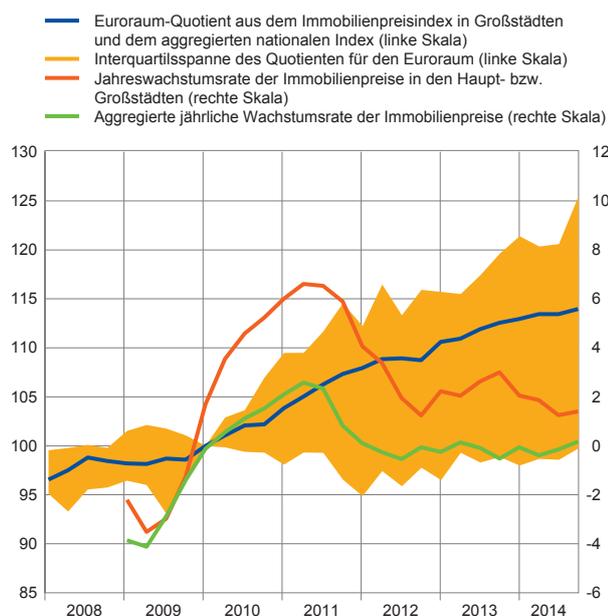
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis nationaler Daten.
Anmerkung: Die von der Finanzkrise am stärksten betroffenen Länder sind Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das 1. Quartal 2015 mit Ausnahme Belgiens, der Slowakei und Finnlands, bei denen sich die letzten Angaben auf das 4. Quartal 2014 beziehen.

Abbildung 2 Wohnimmobilienpreise des Euro-Währungsgebiets in den Ballungsräumen im Verhältnis zum Gesamtaggregat

(Quotient Q1 2010=100; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von BIZ-Daten und nationalen Quellen.
Anmerkung: Der Euroraum-Quotient ist eine BIP-gewichtete Aggregation der Länderquotienten von Österreich, Belgien, Deutschland, Estland, Spanien, Frankreich und Italien bis 2010 sowie ab 2010 auch von Irland, Slowenien und Finnland. Die schattierte Fläche bezieht sich auf die Interquartilsbreite der Länderquotienten (25stes bis 75stes Quartil). Differenzen zur aggregierten Immobilienpreisentwicklung in Abbildung 1 sind auf unterschiedliche Abdeckungsgrade und Datenquellen zurückzuführen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das 4. Quartal 2014.

Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien) wider. In etwas geringerem Maß ist dies auch in einer Gruppe anderer Euro-Länder (ohne Deutschland und Österreich) der Fall (siehe Abbildung 1). Die breite Basis dieser Beiträge zur Rückkehr zu positiven Preissteigerungsraten am Wohnimmobilienmarkt des Euroraums unterscheidet sich von den Preiswachstumsbeiträgen während der Erholung 2009-2010, als die am stärksten von der Finanzkrise betroffenen Länder anhaltend negativ zum Preisaufschwung beisteuerten, der damals vornehmlich auf das kräftige Wiederanziehen der Wohnimmobilienpreise in den anderen Ländern zurückzuführen war.

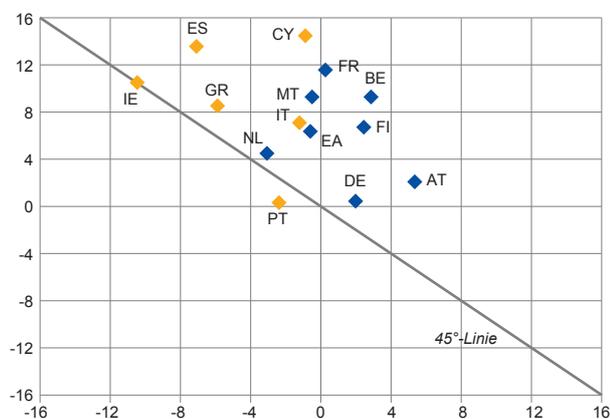
Zweitens scheint die derzeitige Erholung des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien im Euroraum weniger auf die Ballungsräume konzentriert zu sein als dies 2009-2010 der Fall war.

Aus den aggregierten Daten ausgewählter Länder, für die entsprechende Angaben verfügbar sind, wird deutlich, dass sich Wohneigentum in Ballungsgebieten seit der Finanzkrise stärker als im Wirtschaftsraum insgesamt verteuert hat (siehe Abbildung 2). Als Erklärung hierfür mögen geografische Faktoren wie eine geringere Verfügbarkeit von Grund und Boden und eine entsprechend geringere Elastizität des Immobilienangebots in Ballungszentren als im ländlichen Raum eine Rolle spielen. Hiermit verbunden ist möglicherweise aber auch die Implikation, dass sich die Immobilienpreise in Ballungszentren konjunktureagibler nach oben entwickeln und – bei einem nicht nachhaltigen Aufschwung – falsche Signale aussenden könnten. In den zurückliegenden Quartalen ist die Differenz zwischen dem Anstieg der Immobilienpreise in Ballungsgebieten und im gesamten Wirtschaftsraum relativ stabil geblieben, während sich Wohneigentum in den Jahren 2009 bis 2010 in den Verstädterungsgebieten deutlich rascher als andernorts verteuerte, sodass jene Aufwärtsbewegung später auch viel rascher wieder zurückging. So wie in den Einzelstaaten war die Dynamik der Wohnimmobilienpreise, was die Lage der Immobilien anbelangt, offenbar auch im Eurogebiet als Ganzem in jüngster Zeit besser ausbalanciert und bietet somit eine günstigere Ausgangsposition für eine nachhaltige Erholung als noch vor ein paar Jahren.

Drittens erfolgt die gegenwärtige Erholung der Wohnimmobilienpreise in einem Umfeld, in

Abbildung 3 Anstieg der Wohnimmobilienpreise im Vorfeld und während des Abklingens der Finanzkrise

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; x-Achse: 2007-2013; y-Achse: 2001-2007)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis nationaler Angaben.
Anmerkung: Die am stärksten von der Finanzkrise betroffenen Länder sind Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern und Portugal, die durch eine gelbe Raute angezeigt werden. Angaben zu Estland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Slowenien und der Slowakei stehen für die vollständige Stichprobe nicht zur Verfügung. Für Zypern wurde der Vorkrisendurchschnitt auf der Grundlage des Zeitraums 2002-2007 berechnet.

Abbildung 4 Wohnimmobilienpreise im Verhältnis zum BIP im Vorfeld und während des Abklingens der Finanzkrise

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; x-Achse: 2007-2013; y-Achse: 2001-2007)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Siehe Abbildung 3.

dem frühere Preisungleichgewichte erhebliche Korrekturen nach sich gezogen haben.

In mehreren Ländern, insbesondere in jenen, die von der Finanzkrise am stärksten betroffen waren, hatte sich Wohneigentum bis 2007 stark verteuert. In den Jahren 2007 bis 2013, also in der Zeit vor der aktuellen Anstiegsphase, waren die Immobilienpreise dann rückläufig. Dies legt insgesamt den Schluss nahe, dass es sich hierbei um eine gewisse Korrektur jener Ungleichgewichte handelte, welche sich in der Vorkrisenphase aufgebaut hatten, als die Wohnimmobilienpreise in einer Reihe von Ländern ein starkes, mitunter sogar zweistelliges Wachstum aufwiesen (siehe Abbildung 3). Dies erklärt auch, warum die Häuserpreise in einigen dieser Länder wie Irland und Spanien derzeit im Umfeld besser werdender gesamtwirtschaftlicher und finanzieller Bedingungen wieder schneller anziehen. Länder, in denen seit 2007 und insbesondere in jüngster Zeit (wie in Deutschland und Österreich) ein relativ kräftiger Preisaufschwung bei Wohnimmobilien zu Buche steht, hatten vor 2007 eher moderate Teuerungsraten am Wohnimmobilienmarkt aufzuweisen, sodass nachfolgende Korrekturen entfielen. Weiter untermauern lässt sich die Einschätzung, der zufolge es sich um eine Korrektur von Ungleichgewichten handelte, wenn die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise zum (am BIP gemessenen) Einkommen in Bezug gesetzt wird. Die Länder, in denen diese Verhältniszahl in den Jahren vor 2007 am stärksten zunahm, verzeichneten weitgehend auch den geringsten Anstieg bzw. den größten Rückgang im Zeitraum 2007 bis 2013 (siehe Abbildung 4). In einigen Ländern wie Spanien, Irland und Griechenland übertraf der Rückgang der Immobilienpreise sogar den zuvor erfolgten Anstieg.

Die Messung des Ungleichgewichts bei den Häuserpreisen und die Ermittlung des entsprechenden Korrekturbedarfs sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

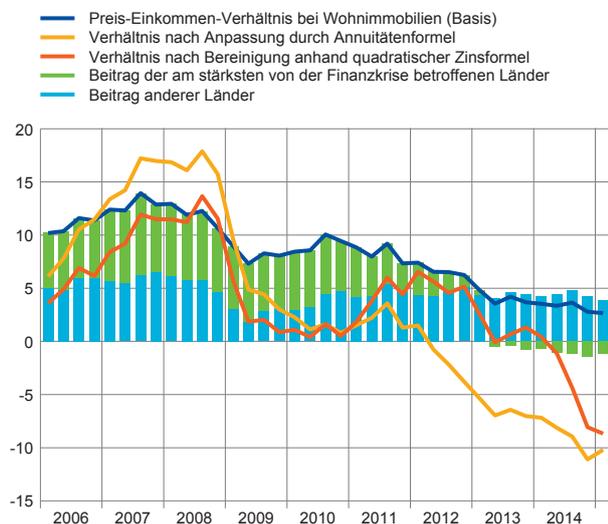
Hierin spiegeln sich die komplexe Wechselwirkung

zwischen Wohnimmobilien-, Miet- und Hypothekenmärkten sowie die von Land zu Land unterschiedlichen Strukturmerkmale dieser Märkte wider und ferner auch Einschränkungen bei den verfügbaren Daten und Messprobleme.¹ Das Preis-Einkommen-Verhältnis bei Wohnimmobilien ist einer der verfügbaren Bewertungsindikatoren; dieses Verhältnis gilt als grobe Messzahl dafür, ob

¹ Erörtert wird diese Frage in EZB, Statistical valuation metrics for residential property markets, Financial Stability Review, Mai 2015.

Abbildung 5 Preis-Einkommen-Verhältnis für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

(Prozentuale Abweichung vom langfristigen Durchschnitt und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der langjährige Durchschnitt wird für den Zeitraum seit dem 1. Quartal 1996 berechnet. Als Näherungswert für das Einkommen wird das verfügbare Einkommen pro Haushalt verwendet. Der Zinssatz ist der durchschnittliche Hypothekensatz. In Fußnote 2 im Haupttext werden die Anpassungsverfahren erläutert. Die am stärksten von der Finanzkrise betroffenen Länder sind Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien; deren Beitrag zum Verhältnis im Euro-Währungsgebiet ist in grün angezeigt.

man sich eine Immobilie leisten kann. Liegt der Indikator über seinem langjährigen Durchschnitt, können die Hauspreise – zumindest aus der Perspektive potenzieller neuer Käufer – als überhöht eingestuft werden, was zu einem preislichen Abwärtsdruck führen sollte. Seit 2010 hat sich das Ungleichgewicht im Preis-Einkommen-Verhältnis bei Wohnimmobilien im Gesamttraum des Eurogebiets zusehends zurückgebildet. Im Jahr 2014 lag diese Quote lediglich rund 3 % über ihrem längerfristigen Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass die Preise für Wohnimmobilien wieder weitgehend im Einklang mit den Fundamentaldaten standen. Darin spiegelt sich insbesondere der preisliche Rückgang an den Immobilienmärkten in jener Gruppe von Ländern wider, die von der Finanzkrise am stärksten betroffen waren und zwischen 2007 und 2010 relativ geringe Anpassungen durchlaufen hatten (siehe Abbildung 5). Da die Erschwinglichkeit einer Wohnimmobilie sowie die Immobilienpreise selbst auch von den Kosten des Schuldendienstes bestimmt werden, lässt sich der einfache Preis-Einkommen-Indikator verbessern, indem man die Zinssätze berücksichtigt. Das kann entweder durch einen annuitätenbasierten oder einen regressionsbasierten Ansatz geschehen.² Diese

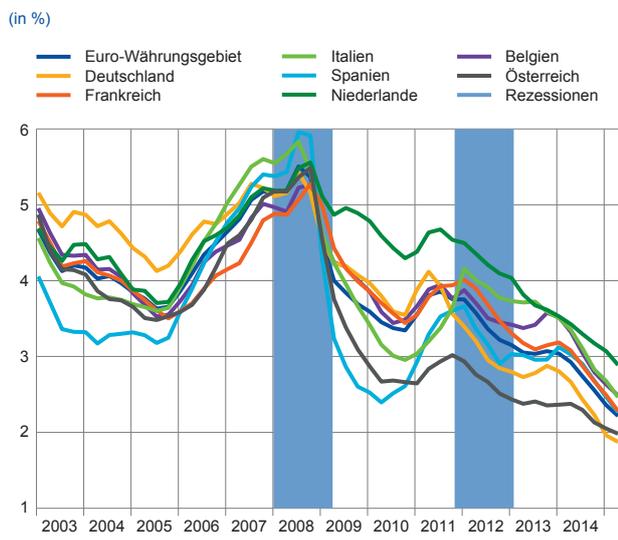
verbesserten Erschwinglichkeitsindikatoren legen den Schluss nahe, dass sich die mittleren Wohnimmobilienpreise derzeit sogar leicht unter ihren historisch normalen Bewertungsniveaus bewegen. Allerdings könnte sich die vom gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld ausgelöste schubartig verbesserte Finanzierbarkeit von Wohneigentum im Falle einer stärkeren Normalisierung der Zinsen als nicht von Dauer erweisen.

Neben der verglichen mit 2009-2010 nun gleichgewichtigeren Ausgangslage sprechen weitere Faktoren für eine höhere Nachhaltigkeit der Preiserholung am Wohnimmobilienmarkt.

Einer dieser Faktoren betrifft die dank anhaltender Wirtschaftserholung verbesserten Einkommens- und Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte, durch die sich die Immobiliennachfrage und damit der Preisanstieg von Wohnimmobilien verstärken sollte. Umfragedaten der Europäischen Kommission belegen gegenüber Ende 2012 eine etwas stärkere Neigung der Privathaushalte, sich innerhalb der nächsten zwei Jahre Wohneigentum anzuschaffen, wenngleich die Anschaffungsneigung noch immer unter dem langjährigen seit 1999 gemessenen Durchschnitt liegt. Die Tendenz dürfte sich fortsetzen, da die Konjunkturerwartungen für das nächste und das

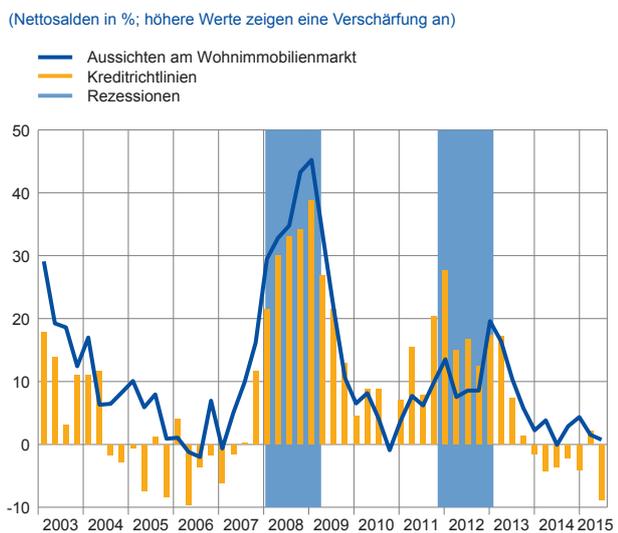
² Die annuitätenbasierte Kennziffer ergänzt das Preis-Einkommen-Verhältnis für Wohneigentum wie folgt: $r/(1-(1+r)^{-T})^*$ (Wohnimmobilienpreisindex)/(Einkommensindex), wobei T für die Hypothekelaufzeit und r für den nominalen Hypothekenzinssatz steht. Gewöhnlich wird eine Hypothekelaufzeit von 20 Jahren und ein fester Hypothekenzins angesetzt. Der Grad an Über- bzw. Unterbewertung berechnet sich dann als prozentuale Abweichung der ergänzten Quote von ihrem langjährigen Durchschnitt. Alternativ können die Preise für Wohnimmobilien auf das Einkommen und die Hypothekenzinsen regressiert und die Restgrößen als Schätzungen der Bewertung herangezogen werden.

Abbildung 6
Hypothekensätze im Euro-Währungsgebiet und in ausgewählten Ländern



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die schattierten Flächen stehen für die Rezessionen nach Abgrenzung durch das Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR. Die Hypothekensätze beziehen sich auf die Kreditzinsaggregate für den Erwerb von Wohnimmobilien über verschiedene Zinsbindungsperioden, die mit dem gleitenden 24-Monatsdurchschnitt des Neugeschäftsvolumens gewichtet wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das 2. Quartal 2015.

Abbildung 7
Kreditrichtlinien für Immobilienkredite und Aussichten am Wohnimmobilienmarkt



Quelle: EZB, Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey).
Anmerkung: Die schattierten Flächen stehen für die Rezessionen nach Abgrenzung durch das Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR. Bezogen auf die vorangegangenen drei Monate. Die gewichteten Nettosalden ergeben sich als prozentuale Differenz zwischen den Verschärfungen und den Lockerungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das 3. Quartal 2015.

übernächste Jahr derzeit besser sind als 2009-2010 und anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen insofern in Aussicht stehen, als die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen darauf abzielen, die Zinsen für längere Zeit niedrig zu halten.

Bankkreditzinsen und Kreditrichtlinien werden seit einigen Quartalen zunehmend günstiger.

Dies wirkt zweifellos als ein zweiter Unterstützungsfaktor: Seit dem Ende der letzten Rezession Anfang 2013 geht die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen Hand in Hand mit dem Aufschwung im Immobilienpreiszyklus. Ungeachtet einiger Unterschiede zwischen den Ländern haben sich die Kreditzinsen bei der Wohnimmobilienfinanzierung im Euroraum seit jenem Zeitpunkt um über 90 Basispunkte (siehe Abbildung 6) verringert, wobei die Kreditrichtlinien zusehends weniger restriktiv und schließlich wieder gelockert wurden (siehe Abbildung 7). Die Aufhellung der Aussichten an den Wohnimmobilienmärkten stellte einen wichtigen Faktor für die Lockerung der Kreditrichtlinien dar. Dies erhöht die Möglichkeit einer nicht durch Kreditrichtlinien, sondern durch andere Faktoren nachhaltig beschleunigten Verbesserung der Aussichten am Immobilienmarkt, wenn die Kreditstandards weiter gelockert werden. Die Chancen stehen gut, dass diese anderen Bestimmungsfaktoren günstig bleiben, denn die Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien in den Jahren 2011-2012 war zu Beginn mehr durch die einsetzende Staatsschuldenkrise (durch die krisenbedingt zunehmenden Refinanzierungskosten und Bilanzrestriktionen) bedingt als durch eine Eintrübung der Aussichten an den Wohnimmobilienmärkten.

Das vorherrschende Niedrigzinsumfeld könnte auch die Nachfrage nach Wohneigentum weiter stützen und die Immobilienpreise aus Anlegersicht stimulieren.

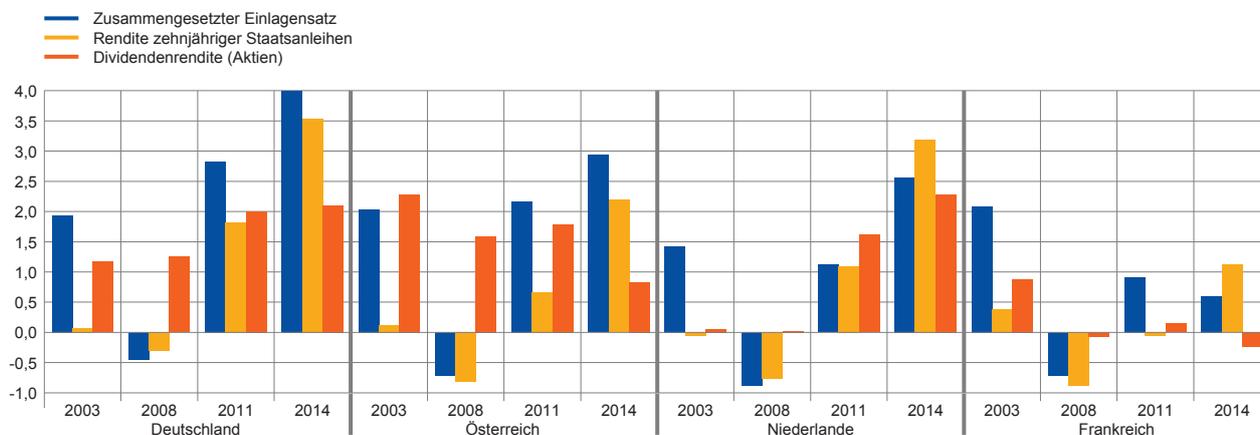
Wohneigentum gilt aber nicht nur als Konsum-, sondern auch als Investitionsgut, dessen Rendite sich berechnen und mit Anlagealternativen vergleichen lässt. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld könnten Wohnimmobilien als Anlageobjekt für Privathaushalte und/oder Investoren an relativer Attraktivität gewinnen, wenn sie höhere Renditen versprechen als etwa Bankeinlagen oder Wertpapiere wie Staatsanleihen oder Aktieninvestments.

Renditeschätzungen für Wohnimmobilien stehen nur für bestimmte Länder des Euroraums (Deutschland, Österreich, die Niederlande und Frankreich) zur Verfügung

Abbildung 8

Rendite aus Wohnimmobilieninvestments in Relation zur Rendite alternativer Anlagen

(in Prozentpunkten)



Quellen: IPD, DataStream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Rendite aus Wohnimmobilien entspricht dem jährlichen Nettoertrag in % des eingesetzten Kapitals. Der zusammengesetzte Einlagensatz ist der MFI-Zinssatz für Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit (ursprüngliche Gesamtlauzeit, Neugeschäft).

und sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet.³ Obwohl solche Vergleiche naturgemäß grobgerastert sind, zeigen sie, dass in den letzten Jahren (wie etwa 2011 und 2014) die jährliche Wohnimmobilienrendite dieser Länder im Allgemeinen die wichtigsten Nominalrenditen langfristiger Staatsanleihen oder von Bankeinlagen sowie die Dividendenrendite an den entsprechenden nationalen Aktienmärkten übertraf und sich diese Unterschiede von 2011 bis 2014 noch ausgeweitet haben (siehe Abbildung 8). Insgesamt schneidet die relative Rendite von Wohnimmobilien in den jüngsten Jahren günstiger ab als 2008, als sie unter jener von Einlagen und Staatsanleihen lag.

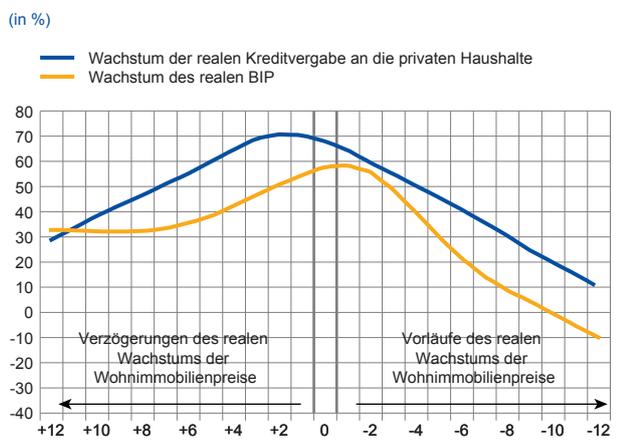
3 Stilisierte Fakten zu den Preiszyklen bei Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

Um das aktuelle Stadium des Preiszyklus bei Wohnimmobilien sowie die Aussichten für eine weitere Erholung bewerten zu können, wird ein Vergleich mit den historischen Verlaufsmustern angestellt. Hierzu ist die Analyse hilfreich, welchen Verlauf die Immobilienzyklen im Euroraum in Relation zu den Konjunktur- und den Kreditzyklen genommen haben, da die Stadien dieser Zyklen einander bedingen können. Die Analyse betrachtet die entsprechenden Variablen – Wohnimmobilienpreise, BIP und MFI-Kreditvergabe an private Haushalte – in realer

³ Die Schätzungen der Renditeerträge basieren auf der IPD Quarterly Research Database und spiegeln die Wohnimmobilienportfolios institutioneller Investoren wider. Diese Portfolios sind in der Regel am Primärmarkt oder in dessen Umgebung investiert, einem Sektor, der eine andere Dynamik als der Wohnimmobilienmarkt als Ganzes besitzen dürfte. Darüber hinaus zeichnen sich die alternativen Anlageklassen durch ein unterschiedliches Risikoniveau und entsprechende Risikoprämien aus, und die Gesamrendite einer Vermögensklasse bestimmt sich letztlich durch den verbuchten Einkommensstrom (an Mieteinnahmen, Dividenden und Zinszahlungen) zuzüglich der Auf-/Abwertung des zugrunde liegenden Vermögensobjekts, was in dieser Analyse nicht explizit berücksichtigt ist.

Abbildung 9

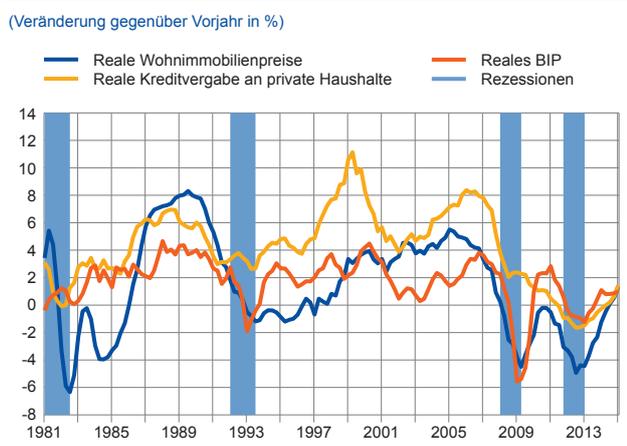
Kreuzkorrelationen des realen BIP-Wachstums und des Wachstums der realen Kreditvergabe an private Haushalte mit dem realen Wachstum der Wohnimmobilienpreise



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Korrelationen zwischen den realen jährlichen Wachstumsraten der (mit dem HVPI deflationierten) Wohnimmobilienpreise und den Jahreswachstumsraten des realen BIP bzw. den Jahreswachstumsraten der realen (mit dem HVPI deflationierten) MFI-Kreditvergabe an private Haushalte anhand von Daten vom ersten Quartal 1980 bis zum ersten Quartal 2015.

Abbildung 10

Reales BIP, reale Wohnimmobilienpreise und reale Kreditvergabe an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Eurostat und EZB.
Anmerkung: Die realen Wohnimmobilienpreise und die reale MFI-Kreditvergabe an private Haushalte werden ermittelt, indem die entsprechenden nominalen Indizes mit dem HVPI deflationiert werden. Die schattierten Bereiche stehen für Rezessionsphasen nach Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015.

Rechnung, um Unterschiede bei den durchschnittlichen Inflationsraten in den vergangenen Jahrzehnten herauszufiltern.

Der reale Preiszyklus für Wohneigentum entwickelt sich weitgehend parallel zu den Konjunktur- und Kreditzyklen.

Diese einheitliche Entwicklung zeigt sich am durchaus hohen Maß an Gleichlauf zwischen dem realen Preiszyklus bei Wohnimmobilien und den Konjunktur- und Kreditzyklen (siehe Abbildung 9). Die maximale Korrelation der jährlichen realen Wachstumsraten der Immobilienpreise mit dem jährlichen realen BIP-Wachstum bzw. mit dem jährlichen realen Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte liegt bei etwa 60 % bzw. rund 70 %. Der Zeitpunkt der maximalen Korrelation ist in beiden Fällen in etwa gleich. Besonders augenfällig ist der Gleichlauf in Rezessionsphasen (siehe Abbildung 10). Sämtliche Rezessionen im Eurogebiet seit 1980 gingen mit rückläufigen und schließlich negativen realen Änderungsraten der Preise für Wohneigentum einher; die Preise stiegen erst wieder an, nachdem die realwirtschaftliche Entwicklung die Talsohle durchschritten hatte. Vor Phasen mit negativen realen Änderungsraten der Immobilienpreise wiederum kommt es in der Regel zu einer deutlichen Verlangsamung der realen Kreditvergabe, wenngleich die entsprechende Wachstumsrate nur selten negativ ausfiel. Während der Erholungsphasen nach einer Rezession besitzt das reale Kreditwachstum – anders als im Vorfeld von Rezessionen – anscheinend keine Vorlaufeigenschaften bezüglich des Immobilienpreiszyklus. Vor diesem Hintergrund stützen die für die kommenden Quartale erwartete Belebung des realen BIP-Wachstums und der jüngst verzeichnete leichte Aufschwung des Kreditzyklus der Privathaushalte die Einschätzung, dass sich der reale Preiszyklus für Wohnimmobilien auf kurze bis mittlere Sicht weiter moderat erholen dürfte.

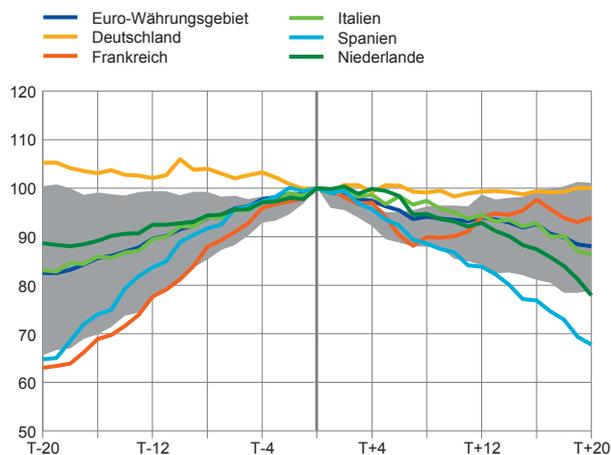
Aufwärtsbewegungen im Immobilienpreiszyklus sind im Schnitt kräftiger und länger anhaltend als Abschwungphasen.

Bei einer Betrachtung von zehn Ländern des Euroraums in der Zeitspanne vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2014 (diese Stichprobe wurde aufgrund der Verfügbarkeit der Daten gewählt) sind 37 größere reale

Abbildung 11

Reale Wohnimmobilienpreise in der Zeit um den Höchststand im Jahr 2007

(Indizes, auf 100 normiert bei T = Höchststand, wobei T = Q3 2007 für das Euro-Währungsgebiet und die abgebildeten Euro-Länder)

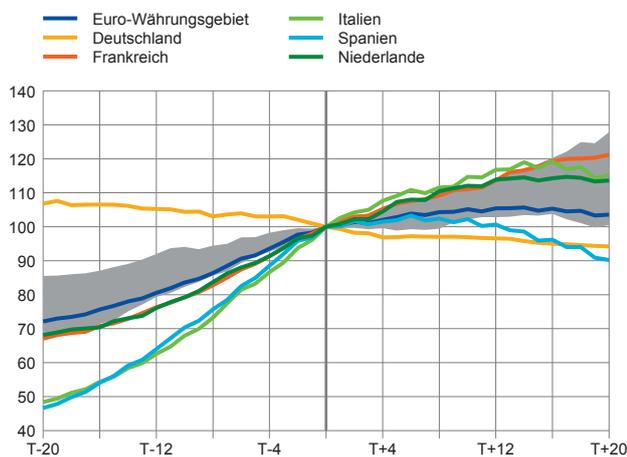


Quellen: BIZ, EZB, nationale Quellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der graue Bereich kennzeichnet die Interquartilspanne der Entwicklungen in der Zeit um die Höchststände für die betrachtete Stichprobe (erstes Quartal 1970 bis viertes Quartal 2014).

Abbildung 12

Reale MFI-Kreditvergabe an private Haushalte in der Zeit um den Höchststand im Jahr 2007

(Indizes, auf 100 normiert bei T = Höchststand, wobei T = Q3 2007 für das Euro-Währungsgebiet und die abgebildeten Euro-Länder)



Quellen: BIZ, EZB, nationale Quellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der graue Bereich kennzeichnet die Interquartilspanne der Entwicklungen der realen Kreditvergabe an private Haushalte in der Zeit um die Höchststände der realen Wohnimmobilienpreise für die betrachtete Stichprobe (erstes Quartal 1970 bis viertes Quartal 2014).

Preisanstiege und 43 größere reale Preisrückgänge am Wohnimmobilienmarkt auszumachen.⁴ Im Durchschnitt steigen die realen Immobilienpreise im Rahmen eines größeren Aufschwungs rund fünf Jahre lang um insgesamt etwa 50 % an. Bei größeren Abschwungphasen sind kleinere Amplituden mit kürzerer Dauer festzustellen; hier sinken die Preise im Mittel um rund 16 % in einem Zeitraum von etwa drei Jahren. Diese gedehnten Episoden umfassen mitunter regelrechte Boom-Bust-Phasen, die länger währen können. Die Entwicklungen in größeren Aufschwung- und Abschwungphasen taugen zur Ableitung von Referenzpfaden, die eine vergleichende Bewertung der aktuellsten Abschwung- und Aufschwungphasen der realen Wohnimmobilienpreise im Eurogebiet ermöglichen.

Der nach 2007 beobachtete Rückgang der realen Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet entsprach im Großen und Ganzen den historischen Mustern.

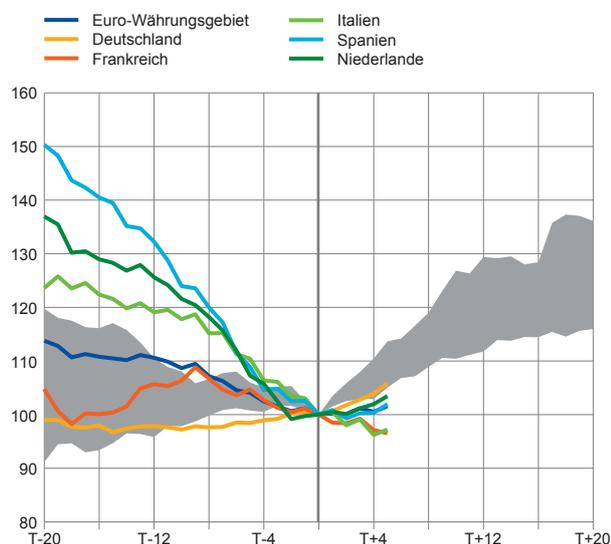
Zu dieser Einschätzung gelangt man, wenn die Entwicklung der realen Wohnimmobilienpreise im Euroraum und in ausgewählten Ländern in der Zeit um den jüngsten Höchststand der aggregierten realen Immobilienpreise im Eurogebiet zusammen mit einem Referenzpfad in Abschwungphasen abgebildet wird (siehe Abbildung 11). Die Benchmark-Entwicklung wird auf Basis der zuvor genannten historischen Episoden abgeleitet und als Interquartilspannen historischer Anstiege und Rückgänge (d. h. ohne Berücksichtigung der extremen Entwicklungen im oberen und unteren Quartil) dargestellt. Die Gegenüberstellung zeigt erhebliche länderspezifische Unterschiede in der Preisentwicklung für Wohneigentum in der Zeit nach dem Höchststand auf. Der Rückgang war in Ländern, die vor dem Spitzenstand einen wesentlich stärkeren Boom der Wohnimmobilienpreise verzeichnet hatten (z. B. Spanien), viel ausgeprägter als in jenen Ländern, die um den Höchststand stabilere Hauspreise aufwiesen (z. B. Deutschland). Was den Kreditzyklus anbelangt, so stabilisiert sich in der Tendenz die reale Kreditvergabe an private Haushalte bzw. nimmt sogar noch mehrere

⁴ Die Bestimmung von „größeren“ Preiszyklen für Wohnimmobilien beruht auf Claessens et al., What happens during recessions, crunches and busts?, in: Economic Policy, Bd. 24, 2009, S. 653-700. Der Bry-Boschan-Algorithmus für Quartalsdaten bestimmt lokale Maxima (Höchststände) und Minima (Tiefstände) für Zyklen zwischen zwei Hochpunkten bzw. zwischen zwei Tiefpunkten, die mindestens fünf Quartale bzw. mindestens zwei Quartale andauern. Episoden mit andauernden zyklischen Anstiegen bzw. Rückgängen der realen Wohnimmobilienpreise sowie Phasen, die weniger als ein Jahr andauerten, und jene im unteren Quartil (d. h. Episoden mit nur geringfügigen Änderungen) werden nicht berücksichtigt.

Abbildung 13

Reale Wohnimmobilienpreise in der Zeit um den Tiefstand im Jahr 2013

(Indizes, auf 100 normiert bei T = Tiefstand, wobei T = Q4 2013 für das Euro-Währungsgebiet und die abgebildeten Euro-Länder)

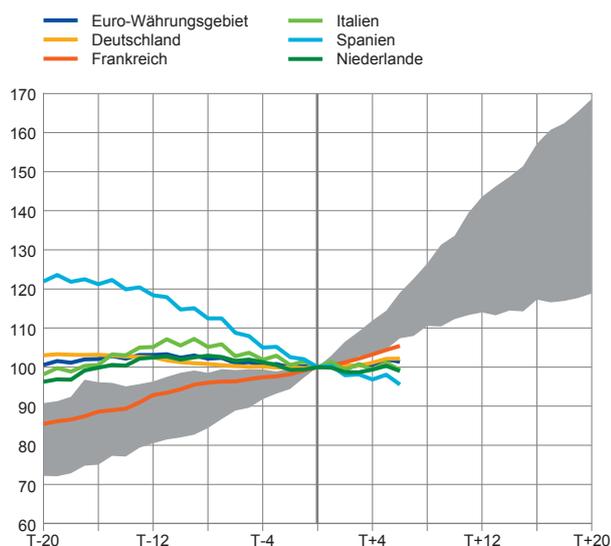


Quellen: BIZ, EZB, nationale Quellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der graue Bereich kennzeichnet die Interquartilsspanne der Entwicklungen der realen Wohnimmobilienpreise in der Zeit um die Tiefstände für die betrachtete Stichprobe (erstes Quartal 1970 bis viertes Quartal 2014).

Abbildung 14

Reale MFI-Kreditvergabe an private Haushalte in der Zeit um den Tiefstand im Jahr 2013

(Indizes, auf 100 normiert bei T = Tiefstand, wobei T = Q4 2013 für das Euro-Währungsgebiet und die abgebildeten Euro-Länder)



Quellen: BIZ, EZB, nationale Quellen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der graue Bereich kennzeichnet die Interquartilsspanne der Entwicklungen der realen Kreditvergabe an private Haushalte in der Zeit um die Tiefstände der realen Wohnimmobilienpreise für die betrachtete Stichprobe (erstes Quartal 1970 bis viertes Quartal 2014).

Quartale lang zu, nachdem der Zyklus der realen Wohnimmobilienpreise seinen Höchststand erreicht hat (siehe Abbildung 12). Die Entwicklung der realen Kreditzyklen bei den Privathaushalten während des jüngsten Höhepunkts der realen Immobilienpreise im Euroraum lässt ebenfalls eine deutliche Heterogenität zwischen den Ländern erkennen. Unter dem Strich könnte die Tatsache, dass der letzte Rückgang der realen Wohnimmobilienpreise im Euro-Währungsgebiet offenbar im Wesentlichen mit den historischen Abschwungphasen im Einklang steht, erwarten lassen, dass sich der darauf folgende Aufschwung ebenfalls an die Erholungsphasen der vergangenen Jahrzehnte anlehnen sollte.

Allerdings erweist sich die aktuelle Belebung bei den realen Immobilienpreisen im Eurogebiet als etwas schwächer, als dies in der Vergangenheit während der Anfangsphase eines Aufschwungs typischerweise der Fall war. Dies gilt augenscheinlich für die meisten Euro-Länder (siehe Abbildung 13). So kam es seit dem letzten Tiefstand im Euroraum im Jahr 2013 nur in einigen Staaten (wie z. B. Deutschland) zu steigenden realen Wohnimmobilienpreisen, während in anderen Ländern (beispielsweise in Spanien und den Niederlanden) lediglich eine allgemeine Stabilisierung, gefolgt von leicht anziehenden oder gar – wie in Frankreich und Italien – erneut rückläufigen Preisen, zu verzeichnen war. Diese heterogenen Entwicklungsmuster sind auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Dazu zählt unter anderem die Tatsache, dass sich die einzelnen Länder konjunkturell derzeit in unterschiedlichen Zyklusstadien befinden und dass durch länderspezifische Politikmaßnahmen Einfluss auf die Wohnimmobilien- und Hypothekenmärkte genommen wird. Was den Kreditzyklus betrifft, so wird erkennbar, dass sich die reale Kreditvergabe an die Privathaushalte offenbar vor wie auch nach dem Beginn eines Anstiegs der realen Immobilienpreise deutlich ausweitet (siehe Abbildung 14). Mit Blick auf den aktuellen Preisanstieg am Wohnimmobilienmarkt scheint auch die jüngste Aufwärtsdynamik der Kreditvergabe an Privathaushalte schwächer auszufallen, als dies typischerweise bei anziehenden realen Hauspreisen der Fall ist. Auch dies trifft auf eine Mehrheit der Euro-Länder zu. So haben die allerjüngsten Kreditentwicklungen im Sektor der privaten Haushalte auf kurze bis mittlere Sicht bislang augenscheinlich nur recht moderate Erhöhungen der

realen Wohnimmobilienpreise nach sich gezogen.

Insgesamt stehen die Abwärtskorrektur der realen Preise für Wohnimmobilien im Eurogebiet in der Zeit nach 2007 und deren jüngste Erholung mit den zyklischen Verlaufsmustern der Vergangenheit im Einklang. Gleichwohl scheint die jetzige Belebung etwas verhaltener auszufallen als gewöhnlich, was mit dem derzeit vergleichsweise schwächeren Kreditzyklus zusammenhängen könnte. Die Wohnimmobilienpreise und die Kreditvergabe im Euroraum sind in ihrer Zyklik überdies weiter von Unterschieden auf Länderebene gekennzeichnet. Hinter dieser Heterogenität des zeitlichen Ablaufs und der Ausprägung der zyklischen Muster könnten sich auch Unterschiede bei den strukturellen Merkmalen der Wohnimmobilien- und Hypothekensmärkte in den einzelnen Staaten verbergen (siehe Kasten 1).

Kasten 1

Immobilienpreiszyklen und strukturelle Merkmale von Wohnungsmärkten

Länderspezifische Unterschiede in der Entwicklung von Wohnimmobilienpreisen können unterschiedliche Strukturmerkmale widerspiegeln. Solche Merkmale bzw. deren Veränderungen können die Auswirkung von veränderten Angebots- und Nachfragebedingungen am Wohnimmobilienmarkt im Konjunkturzyklus dämpfen oder verstärken. In diesem Kasten werden ausgewählte strukturelle Merkmale erörtert, die für die Wohnungsmärkte im Euro-Währungsgebiet eine Rolle spielen.

Empirische Studien verweisen auf unterschiedliche Kategorien von Strukturmerkmalen, die mit den zyklischen Schwankungen der Wohnimmobilienpreise korrelieren.⁵ Die hervorstechendsten Kategorien beziehen sich auf Parameter, die vom fiskal- und finanzpolitischen Rahmen vorgegeben sind, sowie auf jene, die für die Reagibilität des Angebots am Wohnimmobilienmarkt auf Nachfrageschocks verantwortlich sind. Es ist jedoch schwierig, den exakten Einfluss dieser Parameter zu quantifizieren, da dieser in der Regel von der Zusammensetzung der vorherrschenden strukturellen Eigenschaften abhängt.

Beispiele für strukturelle Eigenschaften des fiskalpolitischen Rahmens beziehen sich vorwiegend auf Steuern und Subventionen in Zusammenhang mit Wohneigentum. So dürften höhere Transaktionssteuern beim Immobilienerwerb ceteris paribus die Aktivität am Wohnungsmarkt und damit auch den Immobilienpreiszyklus dämpfen, wobei der Dämpfungsfaktor geringer ausfallen sollte, wenn die Absetzbarkeit der mit einem Hauskauf für gewöhnlich verbundenen Hypothekenzinsen höher ist. In rund der Hälfte der Euro-Länder sind Hypothekenzinsen bis zu einem gewissen Grad steuerlich absetzbar, und in fast allen Euro-Ländern werden regelmäßige Steuern auf Wohneigentum erhoben.⁶ Immobilientransaktionen werden in den meisten Ländern besteuert. Zu den Ausnahmen gehören Estland, die Slowakei oder Litauen. Dabei kam es in der jüngsten Zeit in etlichen Ländern, darunter Spanien, Irland, Portugal,

⁵ Siehe Europäische Kommission, House price imbalances and structural features of housing markets, Quarterly Report on the Euro Area, Bd. 10, Ausgabe 3, Oktober 2011, und K. Tsatsaronis und H. Zhu, What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence, in: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quarterly Review März 2004.

⁶ Siehe Europäische Kommission, Tax Reforms in EU Member States 2014. Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal Sustainability, European Economy, Bd. 6, 2014, und Europäische Kommission, Possible Reforms of Real Estate Taxation: Criteria for Successful Policies, European Economy, Occasional Papers, Nr. 119, Oktober 2012.

Finnland, Luxemburg, die Niederlande, Italien, Griechenland und Portugal, zu Änderungen der steuerlichen Behandlung von Wohnimmobilien. In all diesen Ländern wurden die Immobiliensteuern angehoben oder die Absetzbarkeit von Hypothekenzinsen eingeschränkt.

Beispiele für diese Hypothekenmarkteigenschaften beziehen sich auf die allgemeinen Bedingungen, zu denen Wohnungsbaukredite aufgenommen und gewährt werden. So führt ein höheres Verhältnis zwischen ausgereicher Kreditsumme und Marktwert der Immobilie (Loan-to-Value) sowie zwischen Kreditsumme und Einkommen (Loan-to-Income) in der Regel zu einer stärkeren Reagibilität der Wohnimmobilienpreise gegenüber Konjunktur- und Kreditzyklen, da die privaten Haushalte beim Hauskauf in Bezug auf Kredit und Einkommen geringeren Beschränkungen unterliegen. Unter Berücksichtigung der verschiedenen Messprobleme im Zusammenhang mit einem typischen Beleihungsauslauf zeigen die vor der Krise erhobenen Daten, dass der entsprechende Quotient in den Niederlanden und in Frankreich relativ hoch war, während die Beleihungsausläufe in Italien und Deutschland konservativer ausfielen.⁷ Ferner dürfte die Möglichkeit der zusätzlichen Beleihung von Immobilien (Mortgage Equity Withdrawal) die Reaktion der Wohnimmobilienpreise auf eine gestiegene Nachfrage nach Wohneigentum in einer Boomphase gemeinhin verstärken, da sie bei Antizipation steigender Immobilienpreise die Immobilieninvestition aufgrund der zusätzlichen positiven Effekte tendenziell noch attraktiver werden lässt. Allerdings schien diese Möglichkeit im Euroraum – anders als in den Vereinigten Staaten – in der Vergangenheit nicht weit verbreitet.

Beispiele für Struktureigenschaften mit Blick auf die Reagibilität des Wohnimmobilienangebots beziehen sich hauptsächlich auf Vorschriften zur Bebauungsfläche und -dichte sowie auf die Baugenehmigungsverfahren. So kann das Wohnimmobilienangebot in Regionen, in denen geografische Bedingungen oder kommunale Flächennutzungsvorschriften die Bebauung von Grundstücken mit Wohnimmobilien behindern, relativ unelastisch sein. Wo dies der Fall ist, führt ein Anstieg der Wohnraumnachfrage bei sonst gleichen Bedingungen zu einer schnelleren Zunahme der Wohnimmobilienpreise als in Regionen, wo dieser zusätzliche Wohnraum mit Blick auf die entsprechenden Umwidmungsverfahren im Flächennutzungsplan und die erforderlichen Genehmigungen relativ rasch bereitgestellt werden kann.⁸ Diese Kategorie struktureller Merkmale kann in städtischen Gebieten wichtiger sein als in ländlichen Räumen.

Zusammengefasst gibt es eine Reihe von strukturellen Eigenschaften, die einen Einfluss auf die Schwankungsbreite und den zeitlichen Verlauf des Preiszyklus am Wohnimmobilienmarkt haben können. Diese Eigenschaften sind unter den einzelnen Euro-Ländern hinreichend unterschiedlich geblieben, sodass sie als Erklärungsfaktor für Heterogenitäten im Immobilienpreiszyklus der Euro-Staaten – auch dort, wo weitgehend ähnliche gesamtwirtschaftliche Bedingungen vorherrschen – taugen.

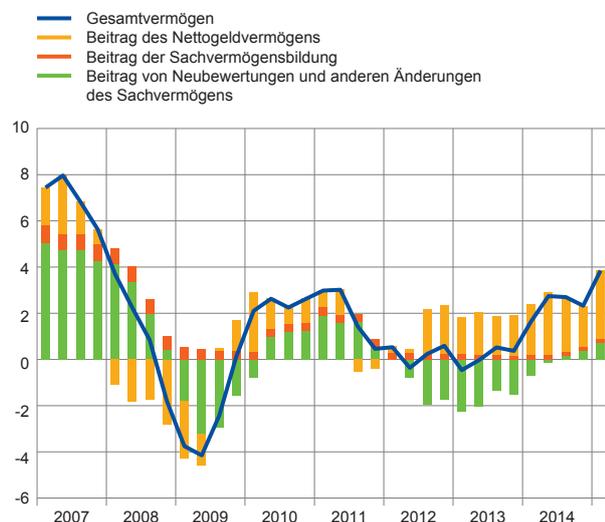
⁷ EZB, Housing finance in the euro area, Occasional Paper Series, Nr. 101, März 2009.

⁸ A. Saiz, The Geographic Determinants of Housing Supply, in: The Quarterly Journal of Economics, August 2010, S. 1253-1296; J. Gyourko, Housing Supply, Annual Review of Economics, September 2009, S. 295-318; D. Andrews, Real House Prices in OECD Countries. The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors, in: OECD, Economics Department Working Papers Nr. 831; P. Catte, N. Girouard, R. Price und C. André, The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience, in: OECD, Economic Studies, Bd. 38, 2004/1; und E. Glaeser, J. Gyourko und A. Saiz, Housing Supply and Housing Bubbles, in: Journal of Urban Economics, September 2008, S. 198-217.

Abbildung 15

Veränderungen des Reinvermögens der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

4 Auswirkungen der Wohnimmobilienpreisentwicklung auf die Gesamtwirtschaft und Finanzstabilität

Eine Erholung der Preise für Wohnimmobilien kann sowohl die gesamtwirtschaftliche Entwicklung als auch die Finanzstabilität beeinflussen.⁹

Dies ist durch die inhärenten Wechselbeziehungen zwischen Wohnimmobilienpreisen, Realwirtschaft und Finanzsektor sowie durch eine Vielzahl von Kanälen bedingt, über die sich veränderte Hauspreise auf die ökonomischen Entscheidungen der privaten Haushalte und der Banken auswirken können. Da sich die aktuelle Erholung der Immobilienpreise allerdings in einem Niedrigzinsumfeld vollzieht, ist es wichtig, den positiven Einfluss auf die Gesamtwirtschaft und den Finanzsektor gegen die damit einhergehenden potenziellen Risiken für die Finanzstabilität abzuwägen.

Der Einfluss der Wohnimmobilienpreise auf die Gesamtwirtschaft macht sich typischerweise in Form von Vermögenseffekten und deren Wirkung auf den Konsum sowie in Gestalt von Anreizeffekten in Bezug auf Wohnungsbauinvestitionen bemerkbar.

So hat das Immobilienvermögen im Euroraum im Durchschnitt einen Anteil von 37 % am Reinvermögen der privaten Haushalte. Auf diese Weise haben Veränderungen der Wohnimmobilienpreise direkten Einfluss auf das Reinvermögen der Privathaushalte, und zwar durch Bewertungsgewinne/-verluste beim vorhandenen Sachvermögen, die in der Regel die wichtigste Ursache für Änderungen am Reinvermögen darstellten (siehe Abbildung 15). Eine längere Phase steigender Wohnimmobilienpreise (oder auch lediglich die Erwartung einer solchen Phase) könnte von den privaten Haushalten als dauerhafte Zunahme ihres Vermögens wahrgenommen werden, was über eine geringere Sparneigung bzw. höhere Verschuldungsneigung zu einer Ausweitung der Konsumausgaben und damit zu höherem Wirtschaftswachstum führen kann.¹⁰ In Kasten 2 werden die gesamtwirtschaftlichen Effekte eines Nachfrageschocks bei Wohneigentum im Euroraum und in den Vereinigten Staaten untersucht. Neben den Vermögenseffekten steigt mit sich verteuern den Wohnimmobilien auch der Wert der Sicherheiten, mit denen private Haushalte Kredite unterlegen können. Somit erhöht sich nicht nur ihre Verschuldungsneigung,

⁹ Siehe beispielsweise EZB, Structural factors in the EU housing markets, 2003; EZB, Housing Finance in the euro area, Structural Issues Report, 2009; EZB, Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, Monatsbericht November 2011; und P. Hartmann, Real Estate Markets and Macroprudential Policy in Europe, in: Journal of Money, Credit and Banking, 2015.

¹⁰ Wie groß der positive Effekt höherer Wohneigentumspreise auf den Konsum ist, ist empirisch zu beantworten. Diverse Erkenntnisse wissenschaftlicher Studien deuten jedenfalls darauf hin, dass der Einfluss des Immobilienvermögens auf den Konsum größer ist als jener des Geldvermögens und dass die Effekte in den Vereinigten Staaten weitreichender sind als im Euro-Währungsgebiet.

sondern auch ihre Verschuldungsfähigkeit, womit potenziell auch ihre Ausgaben zunehmen. Im Hinblick auf die Investitionstätigkeit können steigende Immobilienpreise zu einer stärkeren Nachfrage nach Wohnungsbauinvestitionen führen, sofern der Wert der Neubauten im Vergleich zu ihren Baukosten zunimmt (wenn also das sogenannte Tobins q für Wohnungsbauinvestitionen ansteigt) und sich somit die Rentabilität und der Anreiz für den Bau neuer Wohnungen erhöhen. Die Preise am Wohnimmobilienmarkt – wie auch andere Vermögenspreise – stellen vor diesem Hintergrund eine potenziell wichtige Komponente im geldpolitischen Transmissionmechanismus dar, denn Zinsänderungen und andere (unkonventionelle) geldpolitische Maßnahmen beeinflussen über die genannten Kanäle die Immobilienpreise und damit den privaten Verbrauch und die Wohnungsbauinvestitionen.

Kasten 2

Gesamtwirtschaftliche Effekte von Nachfrageschocks am Wohnimmobilienmarkt

Im vorliegenden Kasten werden die gesamtwirtschaftlichen Effekte der Wohnimmobilienpreise im Euro-Währungsgebiet mit jenen in den Vereinigten Staaten verglichen.¹¹ Die Analyse fußt auf einem vektorautoregressiven Modell (VAR), das makroökonomische Variablen wie das reale BIP, die Verbraucherpreise und den kurzfristigen Zinssatz beinhaltet, wobei der Wohnimmobiliensektor durch die Wohneigentumspreise und die realen Wohnungsbauinvestitionen abgebildet wird. Ein Nachfrageschock am Wohnimmobilienmarkt gilt in diesem Zusammenhang als gegeben, wenn davon ausgegangen wird, dass er effektiv einen positiven Gleichlauf zwischen Wohneigentumspreisen und Investitionen im Wohnungsbau bewirkt. Ein Schock wird im Rahmen dieser Analyse durch die Annahme simuliert, dass er der Größe einer Standardabweichung entspricht, d. h. dem Schock der Standardgröße im Stichprobenzeitraum (1. Quartal 1990 bis 4. Quartal 2014).

Ein Nachfrageschock am Wohnimmobilienmarkt führt zu einer rund zweijährigen Anhebung des realen BIP-Wachstums im Euroraum. Nach einem Nachfrageschock am Wohnungsmarkt steigt dessen Auswirkung auf das reale BIP-Wachstum allmählich bis auf ein Maximum von rund 0,25 Prozentpunkten nach vier Quartalen an. In der Folge nimmt der Effekt wieder ab und schwindet innerhalb von rund zwei Jahren (siehe Abbildung).

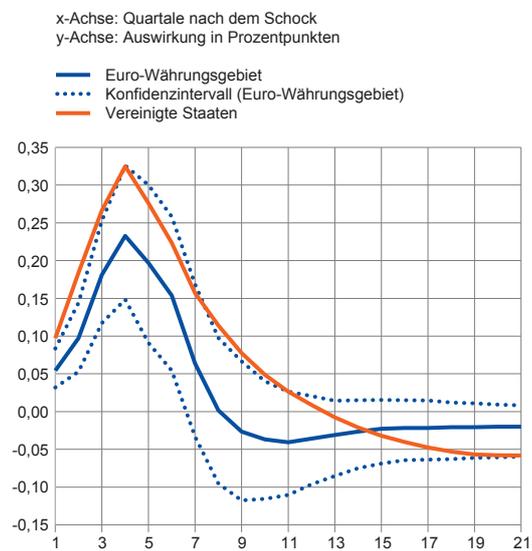
Die Resultate für das Euro-Währungsgebiet stehen weitgehend im Einklang mit anderen Erkenntnissen. Schätzungen für Industriestaaten liefern ebenfalls Hinweise auf signifikante

¹¹ Ermittelt wurden die Ergebnisse anhand der aktualisierten Version des von Jarocinski und Smets präsentierten Modells. Siehe M. Jarocinski und F. Smets, House prices and the stance of monetary policy, in: Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, Juli 2008, S. 339-366. Die Analyse stützt sich auf Quartalsdaten, und die Stichprobe bezieht sich auf den Zeitraum vom 1. Quartal 1990 bis zum 4. Quartal 2014. Vier Verzögerungen sind enthalten, da dies der üblichen Praxis bei Quartalsdaten entspricht. Die Schätzung ist bayesianisch und weist Standardannahmen für VARs auf. Die Rolle der Priors ist es, die ökonomischen Eigenschaften des Modells zu verbessern, da es im Vergleich zur Stichprobe eine erhebliche Größe besitzt. Die verwendeten Priors folgen C. Sims und T. Zha, Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models, in: International Economic Review, 1998. Durch Schrumpfung der Koeffizienten wirken sie der Überparametrisierung des VAR entgegen. Verwendet wird eine „lose“ Version dieser Priors.

Abbildung

Impulsreaktion auf einen Nachfrageschock bei Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Simulationen.

Reaktionen des realen BIP auf Immobilienpreisschocks.¹² Aus Ergebnissen für die OECD-Länder¹³ geht hervor, dass Nachfrageschocks bei Wohneigentum wirtschaftlich gesehen zwar geringe, aber dennoch signifikante Auswirkungen auf das reale BIP haben. Empirische Studien, die sich mit den gesamtwirtschaftlichen Effekten von Preisschocks am Wohnimmobilienmarkt des Euro-Währungsgebiets beschäftigen, sind jedoch verglichen mit der Forschung, die ihren Fokus auf bestimmte Länder legt, recht selten; sie untermauern aber in der Tendenz die genannten Erkenntnisse, wenngleich sie gewisse Unterschiede in Bezug auf die Größe und das Profil der Reaktion auf die Schocks ausweisen.

Die US-Wirtschaft zeigt auf einen Nachfrageschock am Wohnimmobilienmarkt eine ähnliche Reaktion, die allerdings stärker ausfällt.¹⁴ Die VAR-Ergebnisse deuten darauf hin, dass die für die Vereinigten

Staaten geschätzten Reaktionen auf den Schock effektiv etwas kräftiger ausfallen und länger anhalten als im Euro-Währungsgebiet. Eine mögliche Erklärung des transatlantischen Unterschieds ist der am US-Hypothekenmarkt stärker ausgeprägte Sicherheitenkanal. Da die Verpfändung von Wohnimmobilien zur Unterlegung von Krediten an private Haushalte dort eine gängigere Praxis darstellt, besteht ein engerer Zusammenhang zwischen Kreditaufnahme und Wohnimmobilienpreisen. Daher dürften sich veränderte Wohneigentumspreise in den Vereinigten Staaten stärker auf die Kreditbedingungen und somit auf die Konsum- und Investitionsausgaben und das BIP-Wachstum auswirken.

Die Vermögenseffekte und ihre Begleiterscheinungen in der Preisentwicklung von Wohnimmobilien spielen auch für die Stabilität des Finanzsektors eine wichtige Rolle.

Zum Ausdruck kommt dies im großen Umfang der Immobilienkreditvergabe gemessen am Bilanzvolumen der Banken und an der gesamtwirtschaftlichen Produktion. So machten immobilienbezogene Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen im Eurogebiet Ende 2014 nahezu 57 % der gesamten Bankkredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor

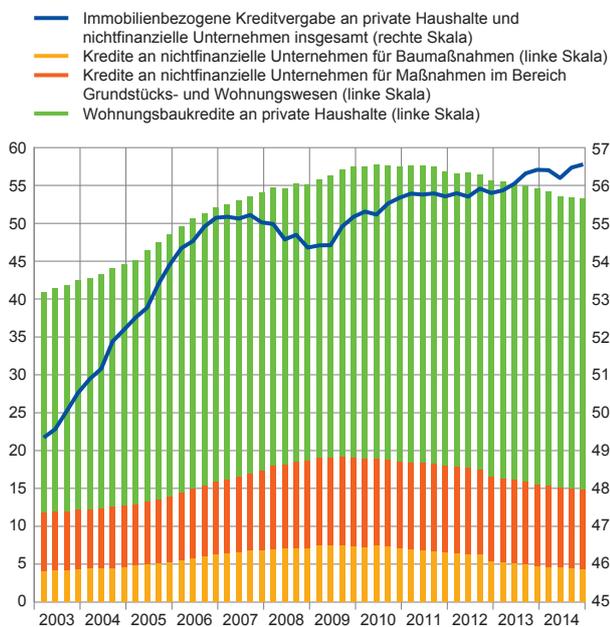
¹² Interessanterweise nehmen die Effekte von Immobilienpreisschocks in Boomzeiten der Wohnungsmärkte nicht zu. Siehe C. Goodhart und B. Hoffman, House Prices, Money, Credit and the Macroeconomy, Working Paper Series der EZB, Nr. 888, 2008. Ihre Analyse erfolgte für 17 Industriestaaten anhand eines Fixed-Effects-Panel-VAR.

¹³ Siehe R. Cardarelli, T. Monacelli, A. Rebucci und L. Sala, Housing finance, housing shocks and business cycle: VAR evidence from OECD countries, unveröffentlichtes Manuskript, 2008.

¹⁴ Siehe A. Musso, S. Neri und L. Stracca, Housing, Consumption and Monetary Policy: How different are the US and the Euro Area?, Working Paper Series der EZB, Nr. 1161, 2011.

Abbildung 16
Immobilienbezogene Kredite der MFIs im
Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP; in % der Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen insgesamt)

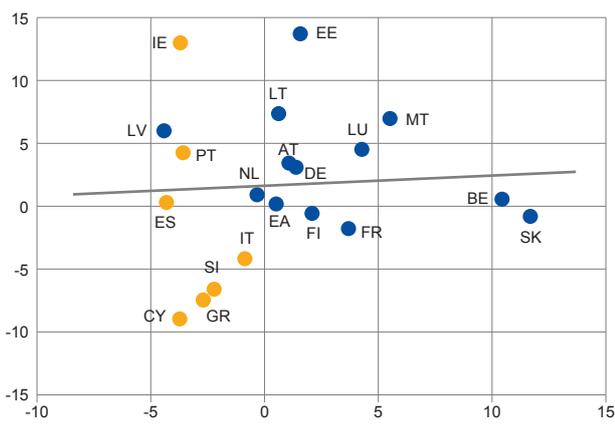


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2014.

Abbildung 17
Wohnimmobilienpreise und Kreditvergabe an private
Haushalte im Jahr 2014

(Veränderung gegen Vorjahr in %; x-Achse: Kreditvergabe an private Haushalte;
y-Achse: Wohnimmobilienpreise)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten zur Kreditvergabe der Banken sind um Verbriefungen bereinigt. Die von der Finanzkrise am stärksten betroffenen Länder (Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien) sind mit einem gelben Punkt dargestellt.

des Euroraums, rund 17 % der Gesamtaktiva des Bankensektors sowie 53 % des euroraumweiten BIP aus, wobei Wohnungsbaukredite an Privathaushalte die wichtigste Komponente bildeten (siehe Abbildung 16). Banken entscheiden über das zu gewährende Kreditvolumen üblicherweise auf der Grundlage der einkommensbedingten Schuldendienstfähigkeit der Kreditnehmer (d. h. des Verhältnisses zwischen Kredithöhe und Einkommen) und des Wertes der Immobilie, die zur Besicherung des Kredits dient (d. h. des Beleihungswerts). Daher würden die genannten positiven Vermögenseffekte und die zugrunde liegenden günstigen Veränderungen im Wert der Sicherheiten niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeiten und geringere Verlustquoten bei einem Zahlungsausfall implizieren. Allerdings nähme der Finanzsektor bei auf Dauer nicht tragfähigen Preisentwicklungen am Immobilienmarkt möglicherweise Risiken auf seine Bilanz, besonders dann, wenn sich die preislichen Veränderungen der Wohnimmobilien nicht nur auf das Volumen der gewährten Kredite auswirken, sondern allgemein auch zu lockereren Kreditrichtlinien führen.

Den positiven Auswirkungen einer Verteuerung von Wohnraum auf das Wirtschaftswachstum und den Bankensektor sollten daher die entsprechenden möglichen Risiken für die Finanzstabilität gegenübergestellt werden.

Angesichts des zurzeit niedrigen Zinsniveaus könnte eine höhere Risikobereitschaft die Immobilienpreise so weit nach oben treiben, dass diese nicht mehr mit den Fundamentalwerten vereinbar sind; eine solche Entwicklung könnte durch Herdenverhalten der Anleger in einem von übertriebener Zuversicht geprägten Umfeld noch verschärft werden. Die Wohnimmobilienmärkte standen in der Vergangenheit häufig im Mittelpunkt von Episoden finanzieller Turbulenzen, nämlich dann, wenn ein starker Preisauftrieb bei Wohneigentum mit kräftigem Kreditwachstum und steigender Verschuldung einherging. Zurzeit gibt es jedoch nur wenige Anhaltspunkte, die dafür sprechen würden, dass sich die laufende Erholung am Wohnimmobilienmarkt in verbreiteten Preisungleichgewichten im Immobiliensektor oder in einem raschen Wachstum

der Wohnungsbaukredite – weder im Euroraum als Ganzem noch auf nationaler Ebene – niederschlägt (siehe Abbildung 17). Dies gilt umso mehr beim Vergleich mit der Situation vor Ausbruch der Krise, als in einem Großteil der Euro-Länder

zweistellige Wachstumsraten bei den Buchkrediten an die privaten Haushalte zu beobachten waren. Mögliche Abkopplungen des Kreditwachstums von den Wohnimmobilienpreisen in der aktuellen Erholungsphase am Immobilienmarkt könnten insoweit auf Sonderfaktoren wie etwa ausländische Käufer in bestimmten (vorwiegend hochpreisigen) Marktsegmenten (besonders in einigen großen Städten) oder den Barerwerb von Wohnbauten zurückzuführen sein. In diesem Zusammenhang zeichnet sich in Ländern, die in den vergangenen Jahren einen kräftigeren Anstieg der Durchschnittspreise am Wohnimmobilienmarkt (wie z. B. Deutschland und Österreich) aufwiesen, boomende regionale Entwicklungen ab, sodass die Preise für Wohnimmobilien dort über ihren längerfristigen Fundamentalwerten liegen könnten.¹⁵

Makroprudenzielle Maßnahmen scheinen am besten dafür geeignet, immobilienbasierte Risiken für die Finanzstabilität zu mindern, da sie dezidierte und gezielte Schritte ermöglichen. Durch den aktuell sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs wird möglicherweise nicht nur die wirtschaftliche Risikobereitschaft erhöht, was zum Erreichen des Preisstabilitätsziels erforderlich ist, sondern es könnten sich auch unbeabsichtigte Nebeneffekte herausbilden, indem eine überhöhte Bereitschaft zur Übernahme finanzieller Risiken gefördert wird.¹⁶ Daher ist es notwendig, das Risikoverhalten zu beobachten; dies gilt insbesondere für Preissteigerungen bei Wohnimmobilien, vor allem wenn parallel dazu die Verschuldung zunimmt, da sich durch derartige Entwicklungen die Gefahr abrupter Preiskorrekturen in diesem Bereich erhöhen könnte. Würde sich eine solche Situation auf breiter Front einstellen, könnte dies eine Destabilisierung des Finanzsystems zur Folge haben und damit die geldpolitische Transmission und letztlich die Preisstabilität beeinträchtigen. Die makroprudenzielle Politik, die eine Reihe dezidierter Maßnahmen umspannt, bietet die bestgeeigneten Instrumente, um die Risiken für die Finanzstabilität zu mindern und systemische Risiken einzudämmen. Damit kann die Geldpolitik, die darauf ausgerichtet ist, das Preisstabilitätsmandat der EZB zu erfüllen, unterstützt und ergänzt werden.

Mehrere Euro-Länder haben seit Anfang 2014 makroprudenzielle immobilienmarktbezogene Instrumente eingeführt bzw. beabsichtigen, dies zu tun. Im Rahmen des neuen makroprudenziellen Instrumentariums können nationale Behörden eine Vielzahl immobilienmarktbezogener Maßnahmen umsetzen. Was die Zielsetzung dieser Instrumente anbelangt, so können sie dazu beitragen, die aus zyklischen Entwicklungen resultierenden Herausforderungen künftig zu minimieren, indem sie den Kreditzyklus glätten; zugleich könnten sie die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber potenziellen Übertreibungen bei den Wohnimmobilienpreisen erhöhen. Bei den auf Banken abstellenden Instrumenten kommen regulatorische Eigenkapitalanforderungen zum Einsatz, und zwar entweder direkt (durch die Auferlegung höherer Kapitalanforderungen) oder indirekt (indem Variablen einbezogen werden, die die Eigenkapitalanforderungen für Immobilienkredite betreffen). So hat

¹⁵ Siehe Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Februar 2015 sowie M. Schneider, K. Wagner und W. Waschiczek, OeNB-Immobilienmarktmonitor, März 2015. Aus diesen Analysen lässt sich schließen, dass bei Wohnimmobilien in deutschen Städten im Jahr 2014 möglicherweise eine Überbewertung in einer Spanne von 10 % bis 20 % vorlag, während Immobilien in Wien Ende 2014 um 19 % überbewertet waren.

¹⁶ Eine ausführlichere Erörterung findet sich in: EZB, Accommodative monetary policy and euro area financial stability, Financial Stability Review, Kasten 1, Mai 2015.

z. B. Belgien beschlossen, die Risikogewichte gemäß der Eigenkapitalverordnung (CRR) sowie der Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV), die am 1. Januar 2014 in Kraft trat, anzupassen. Instrumente, die auf die Kreditnehmer abzielen, wirken direkt auf die Kreditbedingungen, sodass sich das Volumen der ausgereichten Kredite nach dem Wert der zugrunde liegenden Immobilien oder der Schuldendienstfähigkeit des Kreditnehmers richtet.¹⁷ Einige Staaten haben über nationale Rechtsvorschriften Beleihungsobergrenzen eingeführt bzw. diese angepasst (z. B. Estland, Irland und die Niederlande); Gleiches gilt für Verschuldungsobergrenzen (im Verhältnis zum Einkommen – dies betraf z. B. Irland) oder Obergrenzen für das Verhältnis des Schuldendienstes zum Einkommen (z. B. in Estland und Litauen).

5 Schlussbemerkungen

Der aktuelle Preisanstieg am Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet scheint nachhaltig zu sein. Offenbar fällt die gegenwärtige Erholung jedoch schwächer aus als die typischerweise im historischen Kontext beobachteten Bewegungen im Anfangsstadium eines Immobilienpreisanstiegs nach dem Durchlaufen einer Talsohle. Des Weiteren fällt auf, dass die Erholung bislang nicht mit einer nennenswert zunehmenden Hypothekenkreditvergabe an die privaten Haushalte einherzugehen scheint. Zusätzliche Unterstützung sollte die aktuelle Erholung der Wohneigentumspreise von den sich bessernden Einkommens- und Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte sowie den günstigen Finanzierungsbedingungen erfahren. Das vorherrschende Niedrigzinsumfeld und dessen Einfluss auf die Renditen werden eine wichtige Rolle dabei spielen.

Mehrere Länder des Euroraums haben substantielle Korrekturen früherer preislicher Ungleichgewichte an ihren Wohnimmobilienmärkten erfahren. Seit 2007, als die Talfahrt der Wohneigentumspreise im Euroraum ihren Anfang nahm, spiegelten sich in der großen Heterogenität der Immobilienpreisdynamiken unter anderem länderspezifische Boom-Bust-Zyklen und Nachfrage- wie Angebotsbedingungen sowie strukturelle Faktoren wider. Wohnungsmärkte in Ländern, die bereits eine Korrektur der zuvor erfolgten Übertreibungen bei den Immobilienpreisen durchlaufen haben, dürften vom aktuell günstigen Umfeld niedriger Zinsen und den sich bessernden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen stärker profitieren, was auch im Umkehrschluss gilt.

Die Risiken für die Finanzstabilität scheinen derzeit nicht zuletzt auch deshalb begrenzt, weil sich die gegenwärtige Erholung der Wohnimmobilienpreise bislang nicht in einem raschen Kreditwachstum niedergeschlagen hat. Dank des neuen makroprudenziellen Instrumentariums konnten in verschiedenen Ländern Maßnahmen ergriffen werden, die darauf ausgerichtet sind, potenzielle Übertreibungen bei den Wohneigentumspreisen und bei der Kreditvergabe im Zaum zu halten. Dabei stellen sich die zahlreichen immobilienmarktbezogenen Instrumente als vielversprechend für die Bewältigung künftiger zyklischer Herausforderungen dar und tragen zugleich zur Stärkung der Widerstandskraft von Banken und deren Schuldern bei.

¹⁷ Eine genauere Beschreibung makroprudenzieller immobilienmarktbezogener Instrumente findet sich in: ESRB, The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector, März 2014, S. 49-76.

Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors während der Krise

Während der Finanzkrise unterstützten die meisten Regierungen des Euro-Währungsgebiets angeschlagene Finanzinstitute mit Finanzhilfen, um die Finanzstabilität zu wahren und eine Kreditklemme zu verhindern. Im Zeitraum von 2008 bis 2014 beliefen sich die an den Finanzsektor geleisteten Hilfen brutto auf 8 % des BIP des Eurogebiets, wovon bisher 3,3 % durch nachträgliche Einnahmen gedeckt wurden. Die fiskalischen Kosten dieser Finanzhilfen sind mit jenen anderer systemischer Banken Krisen in der Vergangenheit vergleichbar, da sie im Euroraum zu einer Verschlechterung des Haushaltssaldos von kumuliert 1,8 % des BIP und einem Anstieg der Verschuldung von kumuliert 4,8 % des BIP führten. Jedoch sind die Stützungsmaßnahmen im Durchschnitt nur zu einem relativ geringen Teil für den allgemein starken Anstieg der Staatsverschuldung seit Ausbruch der Krise verantwortlich. Zusätzliche fiskalische Risiken für die Regierungen ergeben sich indes immer noch aufgrund ausstehender staatlicher Garantien und Bürgschaften (die sich Ende 2014 auf 2,7 % des BIP des Euroraums beliefen) und weiterer potenzieller Verluste von Zweckgesellschaften, auf die problembehaftete Aktiva übertragen wurden. Mit Blick auf die Zukunft ist es einerseits wichtig, durch die Erhöhung des Eigenkapitals sowie durch eine verstärkte Regulierung und Aufsicht der Banken die Wahrscheinlichkeit erheblicher Bilanzprobleme der Finanzinstitute zu verringern. Andererseits gilt es, Abwicklungsinstrumente für Banken zu unterstützen, die eine Einbindung des privaten Sektors umfassen und somit die Steuerzahler schützen. In dieser Hinsicht sind die jüngsten Schritte auf dem Weg zu einer echten europäischen Bankenunion vielversprechend. Sie sollten nicht nur zur Vermeidung bzw. Lösung künftiger Banken Krisen im Eurogebiet, sondern auch zur Verringerung potenzieller fiskalischer Auswirkungen auf das öffentliche Defizit und die Staatsverschuldung beitragen.

1 Einleitung

Seit Ausbruch der Finanzkrise haben die Regierungen der meisten Euro-Länder in erheblichem Umfang Finanzhilfen für Finanzinstitute bereitgestellt, um die Finanzstabilität zu wahren und eine Kreditklemme zu verhindern.

Diese Maßnahmen trugen zu einem Anstieg der Staatsverschuldung im Euroraum bei. So erhöhte sich der öffentliche Schuldenstand im Zeitraum von 2008 bis Ende 2014 um 27 Prozentpunkte auf 92 % des BIP. Die sich aus der Unterstützung des Finanzsektors ergebende direkte Haushaltsbelastung, die sich netto auf weniger als 5 % des BIP belief, war zwar nur einer von mehreren Erklärungsfaktoren für den allgemein drastischen Anstieg der öffentlichen Verschuldung im Eurogebiet insgesamt, sie spielte jedoch auf Länderebene in einer Reihe von Staaten eine

weitaus größere Rolle. In der Anfangszeit der Finanzkrise wurde bereits eine vorläufige Einschätzung der fiskalischen Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen vorgenommen.¹ Angesichts der weiteren Hilfen, die seither geleistet wurden, und der allmählichen Erholung des Finanzsektors im Euroraum wie auch der jüngsten Reformen zur Verhinderung künftiger Bankenkrise ist dies nun ein geeigneter Zeitpunkt, um die fiskalischen Kosten der ergriffenen Maßnahmen einer erneuten Bewertung zu unterziehen.

In diesem Aufsatz stehen folgende Fragen im Mittelpunkt: Erstens, welche Finanzhilfen wurden geleistet? Zweitens, wie teuer kamen die Maßnahmen den Steuerzahlern, in welchem Umfang wurden die Kosten durch nachträgliche Einnahmen bislang gedeckt und in welchem Ausmaß trugen die Maßnahmen zum drastischen Anstieg der Staatsverschuldung bei? Drittens, welche fiskalischen Risiken bestehen weiterhin im Zusammenhang mit den Stützungsmaßnahmen? Mit der Erörterung dieser Fragen liefert der vorliegende Beitrag einen detaillierten Überblick über die seit Beginn der Krise ergriffenen staatlichen Maßnahmen zur Stützung der Finanzinstitute.² Verglichen mit anderen systemischen Bankenkrise in fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist der Umfang der direkten fiskalischen Kosten der Stützungsmaßnahmen im Euroraum ähnlich groß, wohingegen der allgemeine Anstieg der öffentlichen Verschuldung deutlich höher ausfällt. Die Schätzungen zu den fiskalischen Kosten der staatlichen Interventionen im Bankensektor weisen indes je nach Methodik zur Ableitung und Definition der fiskalischen Kosten in den einzelnen Studien beträchtliche Unterschiede auf. Im vorliegenden Aufsatz wird in erster Linie der Bottom-up-Ansatz verfolgt, der alle staatlichen Maßnahmen im Zusammenhang mit der Finanzkrise zusammenfasst, von denen einige jedoch nur schwer zu quantifizieren sind, und zwar insbesondere dann, wenn sie von Einheiten vorgenommen wurden, die nicht zum Staatssektor zählen.³ Gegenstand dieses Beitrags sind die staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors und nicht die von den Zentralbanken während der Krise ergriffenen Liquiditätsmaßnahmen.⁴

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden die von den Regierungen des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum von 2008 bis 2014 ergriffenen

¹ Siehe beispielsweise EZB, Die Auswirkungen der staatlichen Hilfsmaßnahmen für den Bankensektor auf die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2009; A. van Riet (Hrsg.), Euro area fiscal policies and the crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 109, 2010; S. Stolz und M. Wedow, Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 117, 2010.

² Die Analyse beruht auf Daten der Working Group on Government Finance Statistics des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Eine genauere Beschreibung des statistischen Rahmens findet sich in: H. Maurer und P. Grussenmeyer, Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact, Statistics Working Paper Series der EZB, Nr. 7, 2015.

³ In der Literatur gibt es zwei Hauptansätze zur Schätzung der sich aus den Stützungsmaßnahmen ergebenden Haushaltsbelastung (siehe auch EZB, 2009, a. a. O.). Der Bottom-up-Ansatz fasst alle staatlichen Maßnahmen zusammen. Siehe hierzu etwa L. Laeven und F. Valencia, Systemic banking crises database: an update, Working Paper Series des IWF, Nr. 163, 2012. Der Top-down-Ansatz geht davon aus, dass die seit der Krise beobachteten Veränderungen der Schuldenquote mit der Finanzkrise im Zusammenhang stehen, wenngleich dieser Ansatz auch Veränderungen der Verschuldung einbezieht, die nicht mit Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors verbunden sind. Dieser Ansatz wird u. a. verfolgt von C. Reinhart und K. Rogoff, Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes, in: American Economic Review, Bd. 104(5), 2014, S. 50-55.

⁴ Eine Erörterung der Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken findet sich beispielsweise in: EZB, Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB, Monatsbericht Juli 2011; EZB, Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, Monatsbericht Oktober 2010; EZB, Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007, Monatsbericht Juli 2009.

Stützungsmaßnahmen betrachtet, wobei der Fokus insbesondere auf dem Erwerb von Aktiva und den Vermögenstransfers liegt. In Abschnitt 3 folgt eine Bewertung der fiskalischen Auswirkungen auf den Finanzierungssaldo und die öffentliche Verschuldung sowie eine Erörterung der Deckungsraten in Bezug auf erworbene Vermögenswerte. Die verbleibenden fiskalischen Risiken im Zusammenhang mit staatlichen Garantien und Bürgschaften sowie Zweckgesellschaften werden in Abschnitt 4 dargelegt, bevor abschließend einige politische Schlussfolgerungen in Abschnitt 5 folgen.

2 Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors

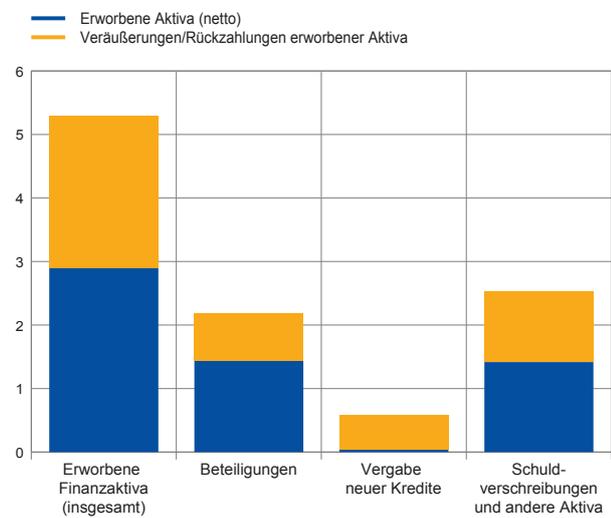
Die meisten Regierungen des Euroraums haben den Finanzsektor mit einer Reihe von Maßnahmen gestützt, gleichwohl waren beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Veränderungen im Zeitverlauf zu beobachten. So erwarben die Regierungen etwa illiquide finanzielle Vermögenswerte und gewährten den Finanzinstituten direkte Darlehen. Die Ankäufe umfassten Beteiligungspapiere, Schuldverschreibungen und andere Aktiva im Tausch gegen Barmittel oder andere Sicherheiten zum jeweiligen Marktwert. In einigen Fällen mussten die Regierungen angeschlagenen Finanzinstituten Kapital zuführen, indem sie Vermögenswerte deutlich über ihrem Marktwert erwarben. Diese Rekapitalisierungen sollten die akkumulierten Verluste der Banken decken und führten schließlich zu Verlusten auf Seiten der öffentlichen Hand. Einige Regierungen sahen sich zudem gezwungen, (systemrelevante) Banken zu verstaatlichen. Zum Teil wurden auch wertgeminderte Aktiva von neu gegründeten Zweckgesellschaften erworben. Im Gegenzug für die übertragenen Vermögenswerte erhielten die Finanzinstitute Barmittel und/oder Anleihen, die von den Zweckgesellschaften – in der Regel mit einer staatlichen Garantie ausgestattet – begeben wurden. Die Staaten stellten auch explizite Garantien für Finanzinstitute bereit wie etwa zeitlich begrenzte Garantien für Interbankenkredite oder Anleihen und erhöhten die Deckungssumme für gesicherte Bankeinlagen. Zudem kam es durch die höhere Staatsverschuldung, die aus den meisten dieser Interventionen resultierte, zu indirekten fiskalischen Kosten in Form zusätzlicher Zinszahlungen. Die staatlichen Maßnahmen führten aber auch zu indirekten Einnahmen in Form von Gebühren für übernommene Garantien und Bürgschaften, Dividenden aus erworbenen Beteiligungen und Zinseinnahmen aus gewährten Darlehen und erworbenen Schuldverschreibungen.

In den ersten Jahren der Finanzkrise wurde in den Ländern des Euro-Währungsgebiets unter den genannten Maßnahmen vor allem der Ankauf von Finanzaktiva gewählt. Im Zeitraum von 2008 bis 2014 erwarben die Regierungen brutto Finanzaktiva im Umfang von 5,3 % des euroraumweiten BIP (siehe Abbildung 1). Zwei Drittel der Ankäufe wurden dabei in den ersten drei Jahren der Krise getätigt. Im Jahr 2014 belief sich der Nettoerwerb auf 2,9 % des BIP, da bereits ein Teil der Vermögenswerte ohne Verluste veräußert werden konnte. Schuldverschreibungen und Beteiligungen stellten dabei mit rund 90 % den größten

Abbildung 1

Von 2008 bis 2014 erworbene Aktiva

(in % des BIP 2014)



Quelle: ESZB.

Anmerkung: Die Summe aus netto erworbenen Aktiva (blau) und Veräußerungen/Rückzahlungen (gelb) entspricht dem Bruttobetrag der jeweiligen erworbenen Aktiva.

Anteil der Ankäufe im Betrachtungszeitraum, während neue Kredite weitaus weniger in Anspruch genommen wurden. In Deutschland, Irland, Griechenland, Zypern, Luxemburg, Portugal und Slowenien fiel der Nettoerwerb von Finanzaktiva mit deutlich über 5 % des BIP besonders hoch aus (siehe Spalte (A) in Tabelle 2).

Ferner unterstützten die Euro-Länder angeschlagene Finanzinstitute auch durch Vermögenstransfers.

Neben dem Erwerb von Finanzaktiva zu einem Preis oberhalb ihres Marktwerts erfolgten durch Inanspruchnahme staatlicher Garantien und Bürgschaften sowie andere Arten der Schuldenübernahme Vermögenstransfers. Von 2008 bis 2014 beliefen sie sich auf 2,1 % des BIP. Die defiziterhöhenden Vermögenstransfers spielten vor allem in Irland (über 25 % des BIP), Griechenland, Zypern und Slowenien eine Rolle, während ihre Bedeutung in anderen Ländern geringer war (siehe Spalte (C) in Tabelle 2).

3

Fiskalische Wirkung der Stützungsmaßnahmen

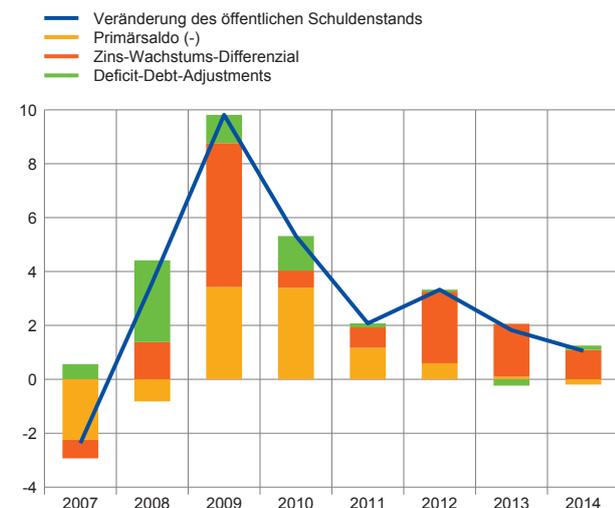
Die öffentliche Schuldenquote des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich von 65 % Anfang 2008 auf 92 % Ende 2014.

Dieser Anstieg der Staatsverschuldung, der in den ersten Jahren der Finanzkrise besonders deutlich ausfiel, war nur zu einem relativ geringen Teil auf die Unterstützung der Euro-Länder für angeschlagene Finanzinstitute zur Wahrung der Finanzstabilität zurückzuführen, wenngleich in einzelnen Ländern ein erheblicher Einfluss auf den öffentlichen Schuldenstand beobachtet wurde. Um besser verstehen zu können, wie sich die Finanzkrise im Allgemeinen und die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor im Besonderen auf die Staatsfinanzen ausgewirkt haben, ist es hilfreich, die Zunahme der öffentlichen Verschuldung in ihre wichtigsten Bestimmungsfaktoren zu zerlegen (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2

Veränderung der Bruttoverschuldung des Staates und ihre Bestimmungsfaktoren

(in % des BIP)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Deficit-Debt-Adjustments bezeichnen die Differenz zwischen Defizit und Schuldenstandsänderung der öffentlichen Haushalte. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Vom Staatsdefizit zum Schuldenstand – Überbrückung der Lücke, Monatsbericht April 2007.

Erstens war die schuldenstandserhöhende Wirkung eines positiven Zins-Wachstums-Differenzials, das die Differenz zwischen dem für die Bedienung der Staatsschulden fälligen Zinssatz und der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate misst, in den Anfangsjahren der Krise, d. h. nach dem durch die

Finanzkrise ausgelösten konjunkturellen Abschwung im Euroraum, besonders stark. In jüngerer Zeit hat die relative Bedeutung des Zins-Wachstums-Differenzials infolge der niedrigen Zinsen und der konjunkturellen Erholung wieder abgenommen.

Zweitens war der Anstieg der Staatsverschuldung auch durch eine drastische Verschlechterung des Primärsaldos bedingt. Diese Verschlechterung war unter anderem auf höhere Primärausgaben aufgrund des Wirkens automatischer Stabilisatoren (wie etwa Mehraufwendungen für die Arbeitslosenunterstützung) sowie diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen zurückzuführen. In den letztgenannten Bereich fallen zum Teil auch die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, insbesondere die Kosten von Vermögenstransfers zur Deckung der akkumulierten Verluste angeschlagener Banken. Aber auch geringere Staatseinnahmen infolge des Konjunkturabschwungs und des Anpassungsprozesses trugen über sogenannte Zweitrundeneffekte zur Verschlechterung des Primärsaldos bei, da der krisenbedingte Rückgang bei Beschäftigung, Unternehmensgewinnen und Vermögenspreisen zu geringeren Einnahmen führte.

Drittens spielten auch Deficit-Debt-Adjustments beim Schuldenanstieg eine Rolle. Diese hatten unterschiedliche Ursachen. Hierunter fallen auch die Stützungsmaßnahmen, die sich nicht auf den Primärsaldo, aber auf den öffentlichen Schuldenstand auswirkten (wie z. B. der Ankauf von Beteiligungspapieren zu Marktpreisen seitens der Regierungen oder die Gewährung staatlicher Kredite an den Finanzsektor). Mit dem Erwerb von Vermögenswerten durch die öffentlichen Haushalte hatten diese Maßnahmen eine höhere Bruttoverschuldung zur Folge, während die Nettoverschuldung weitgehend unverändert blieb. Im Eurogebiet insgesamt waren die Deficit-Debt-Adjustments bis 2010 besonders ausgeprägt.

Um den Einfluss der Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors auf die Staatskonten zu beziffern, ist ein Blick auf die einzelnen Transaktionen und den daraus resultierenden Finanzbedarf notwendig. Je nach Art und Größenordnung der Finanzhilfen ergeben sich unterschiedliche Auswirkungen auf die Staatsfinanzen (siehe Tabelle 1).

- Zwar führen alle Instrumente mit Ausnahme der ausstehenden staatlichen Garantien und Bürgschaften zu einem Anstieg der Staatsverschuldung, doch haben die meisten keinen Einfluss auf den öffentlichen Finanzierungssaldo (siehe Tabelle 1). Schuldensteigernd wirkt insbesondere der staatliche Nettoerwerb von Finanzaktiva, darunter der Erwerb von Beteiligungen, die Gewährung von Krediten und der Ankauf von Schuldverschreibungen zu Marktpreisen.
- Der Erwerb von Finanzaktiva wirkt sich in der Regel nur auf die Bruttoverschuldung des Staates aus, während die Nettoverschuldung weitgehend unverändert bleibt.
- Dagegen werden sämtliche Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, die unwiederbringliche jährliche Ausgaben für den Staat beinhalten, im kumulierten Finanzierungssaldo erfasst (siehe Tabelle 1 und Spalte (B) in Tabelle 2). Hierzu zählen Vermögenstransfers wie etwa die vom Staat übernommenen Schulden von Banken, sogenannte staatliche Garantien und Bürgschaften, zu einem

Tabelle 1

Rechnungslegungsrahmen für staatliche Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors

	Beispiele	Wirkung auf öffentlichen Schuldenstand	Wirkung auf öffentlichen Finanzierungssaldo
Direkte Wirkung staatlicher Interventionen			
Erwerb von Finanzaktiva	Erwerb von Beteiligungen (zum Marktpreis)	↑	0
	Erwerb sonstiger Vermögenswerte, z. B. Schuldverschreibungen	↑	0
	Gewährung von Krediten	↑	0
	Verkauf von Anteilen	↓	0
	Tilgung von Krediten	↓	0
Vermögenstransfers an Banken	Erwerb von Finanzaktiva über Marktpreis	↑	↑
	Kapitalzuführungen zur Deckung von Bankverlusten	↑	↑
	Übernahme von Schulden	↑	↑
	In Anspruch genommene staatliche Garantien und Bürgschaften	↑	↑
Indirekte Wirkung staatlicher Interventionen			
Sonstige Einnahmen und Ausgaben	Gebühren für Garantien und Bürgschaften	↓	↓
	Dividenden	↓	↓
	Zinsforderungen/-verbindlichkeiten	↑↓	↑↓
Umgruppierung von Einheiten und sonstige Ströme (ohne Transaktionen)			
Vom Finanzsektor zum Sektor Staat umgruppierte Einheiten	Verbindlichkeiten von Einheiten (d. h. nicht konsolidierte Verbindlichkeiten)	↑	0
	Forderungen von Einheiten (d. h. nur konsolidierte Forderungen)	(↓)	0
Gewährung von Garantien und Bürgschaften			
Staatliche Garantien und Bürgschaften	Garantien für Verbindlichkeiten (Eventualverbindlichkeiten)	0	0
	Garantien für Forderungen	0	0

Quelle: ESZB.

Preis oberhalb des Marktwerts erworbene Finanzaktiva sowie defiziterhöhende Kapitalzuführungen an Banken zur Deckung vergangener Verluste. Darüber hinaus wirken sich auch mit Finanzhilfen verbundene Einnahmen auf den öffentlichen Finanzierungssaldo aus, z. B. Gebühreneinnahmen aus der Gewährung staatlicher Garantien und Bürgschaften, Dividenden aus erworbenen Beteiligungspapieren sowie Zinserträge aus erworbenen Finanzinstrumenten. Die Summe aus dem Nettoerwerb von Finanzaktiva und der kumulierten Wirkung auf den Finanzierungssaldo ergibt die fiskalischen Nettokosten der staatlichen Stützungsmaßnahmen (siehe Tabelle 2).

- Durch die Umgruppierung bestimmter Einheiten vom Finanzsektor zum Sektor Staat (insbesondere bei Bankenverstaatlichungen) erhöht sich der öffentliche Schuldenstand.
- Die Gewährung staatlicher Garantien und Bürgschaften hat keine unmittelbaren Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen, sofern sie nicht tatsächlich in Anspruch genommen werden.

Von 2008 bis 2014 führten die Stützungsmaßnahmen zu einer Verschlechterung des Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet von kumuliert 1,8 % des BIP. Wie die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Staatskonten im Stabilitäts- und Wachstumspakt behandelt werden, wird im Kasten weiter unten erläutert. In den einzelnen Ländern fiel der Effekt auf den Haushaltssaldo sehr unterschiedlich aus. Besonders stark war die Defizitwirkung in Irland; dort verschlechterte sich der Finanzierungssaldo kumuliert um fast 25 % des BIP (siehe Tabelle 2). Die Haushaltssalden Griechenlands, Zyperns und Sloweniens wurden durch die Finanzhilfen ebenfalls spürbar beeinträchtigt, wobei der Einfluss auf das Defizit im Zeitraum von 2008 bis 2014 insgesamt zwischen 8 % und 13 % des BIP betrug. In den meisten anderen Ländern waren die kumulierten Auswirkungen auf das Defizit eher begrenzt und reichten von 0,4 % des BIP in Belgien bis hin zu 4,4 % des BIP in Spanien. In Frankreich, Italien und Luxemburg waren die Einnahmen aus den Stützungsmaßnahmen kumuliert sogar etwas höher als die Ausgaben.

Wie die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Staatskonten im Stabilitäts- und Wachstumspakt behandelt werden, wird im Kasten weiter unten erläutert. In den einzelnen Ländern fiel der Effekt auf den Haushaltssaldo sehr unterschiedlich aus. Besonders stark war die Defizitwirkung in Irland; dort verschlechterte sich der Finanzierungssaldo kumuliert um fast 25 % des BIP (siehe Tabelle 2). Die Haushaltssalden Griechenlands, Zyperns und Sloweniens wurden durch die Finanzhilfen ebenfalls spürbar beeinträchtigt, wobei der Einfluss auf das Defizit im Zeitraum von 2008 bis 2014 insgesamt zwischen 8 % und 13 % des BIP betrug. In den meisten anderen Ländern waren die kumulierten Auswirkungen auf das Defizit eher begrenzt und reichten von 0,4 % des BIP in Belgien bis hin zu 4,4 % des BIP in Spanien. In Frankreich, Italien und Luxemburg waren die Einnahmen aus den Stützungsmaßnahmen kumuliert sogar etwas höher als die Ausgaben.

Die Schuldenquote im Eurogebiet erhöhte sich im Zeitraum von 2008 bis 2014 aufgrund der Finanzhilfen um 4,8 %. Der Schuldenstandeffekt ergab sich aus der Summe der fiskalischen Nettokosten der Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor

Tabelle 2

Fiskalische Wirkung der Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor im Zeitraum von 2008 bis 2014

(in % des BIP 2014)

	Fiskalische Nettokosten				Wirkung auf Maastricht-Schuldenquote	Nachrichtlich: Veränderung der Schuldenquote
	Insgesamt (A)+(B)	Nettoerwerb von Finanzaktiva (A)	Kumulierte Wirkung auf öffentlichen Finanzierungssaldo (Defizit (+), Überschuss (-))			
			Insgesamt (B)	Aufgrund von Vermögens-transfers (C)	(Ende 2014) (D)	(2008 bis 2014)
BE	3,7	3,3	0,4	1,1	4,6	19,7
DE	8,0	6,7	1,3	1,8	8,2	11,0
IE	31,1	7,0	24,1	25,7	22,6	85,7
GR	22,1	9,6	12,5	14,9	22,2	73,7
ES	5,0	0,6	4,4	4,8	5,0	62,2
FR	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	31,1
IT	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	32,4
CY	18,8	10,3	8,5	9,1	19,4	53,4
LV	5,2	1,9	3,3	3,3	5,5	31,6
LT	1,3	0,2	1,1	0,9	0,9	25,0
LU	5,5	5,6	-0,1	0,1	5,3	16,0
NL	4,8	4,1	0,7	0,7	5,5	26,1
AT	3,5	0,4	3,1	3,6	8,4	19,7
PT	11,3	8,4	2,9	2,6	11,0	61,7
SI	18,1	6,1	12,0	11,5	18,2	58,2
EA	4,7	2,9	1,8	2,1	4,8	27,0

Quellen: ESZB und Eurostat.

Anmerkung: Estland, Malta, die Slowakei und Finnland sind in der Tabelle nicht ausgewiesen, da in diesen Ländern keine Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor ergriffen wurden. Die Differenz zwischen dem kumulierten Finanzierungssaldo (B) und den Vermögens-transfers (C) ergibt sich aus sonstigen Nettofinanzierungskosten bzw. -erlösen wie etwa Gebühren für Garantien und Bürgschaften, Dividenden sowie Zinsforderungen bzw. -verbindlichkeiten im Zusammenhang mit erworbenen Finanzinstrumenten. Die in Spalte (D) dargestellte Wirkung auf den Schuldenstand im Rahmen des Defizitverfahrens (Maastricht-Schuldenquote) umfasst im Gegensatz zu den fiskalischen Nettokosten auch die Effekte der Umgruppierung von Finanzunternehmen (z. B. einer „Bad Bank“) innerhalb des Staatssektors (ohne Transaktionen), sonstige Ströme sowie Finanztransaktionen, die nicht in der Maastricht-Schuldenquote erfasst sind.

(4,7 % des BIP) und dem Einfluss von Umgruppierungen und sonstigen Strömen (0,1 % des BIP).⁵ Der auf die Finanzhilfen zurückzuführende Schuldenzuwachs in diesem Zeitraum entspricht weniger als einem Fünftel des gesamten Anstiegs der Staatsverschuldung (siehe Tabelle 2). Dabei wirkten sich die Stützungsmaßnahmen in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich auf den öffentlichen Schuldenstand aus. So führten die Hilfen für den Finanzsektor in Irland, Griechenland, Zypern und Slowenien zu einem erheblichen Schuldenanstieg in Höhe von rund 20 % des BIP. Starke Auswirkungen waren auch in Deutschland (vor allem infolge der zu Beginn der Krise ergriffenen Maßnahmen) sowie in Österreich und Portugal (hier insbesondere durch staatliche Interventionen der jüngeren Vergangenheit) zu beobachten. Dagegen hatten die Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors in Italien und Frankreich kaum Einfluss auf die staatliche Verschuldung.

Verglichen mit früheren Finanzkrisen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften fiel die Verschlechterung der Staatsfinanzen im Euroraum trotz ähnlich hoher Finanzhilfen stärker aus.

Laut einer aktuellen Studie des IWF, bei der die fiskalischen Kosten von 60 systemischen Banken Krisen zwischen 1970 und 2011 ermittelt wurden, belief sich der mittlere Anstieg der gesamtstaatlichen Verschuldung auf rund 12 % des BIP; davon entfielen 7 Prozentpunkte auf die direkten fiskalischen Kosten der Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors.⁶ Mit Blick auf die jüngste Krise (2007 bis 2011) umfasst die IWF-Analyse eine Auswahl von 25 systemischen Banken Krisen, die hauptsächlich Industrieländer betrafen. Hier lag der mittlere Anstieg der Staatsverschuldung bei 18 % des BIP, wovon 4,2 Prozentpunkte auf direkte fiskalische Kosten entfielen. Im Eurogebiet betrug der Anstieg im Vergleich dazu knapp 22 % des BIP, und davon waren lediglich 4,6 Prozentpunkte auf direkte Finanzhilfen zurückzuführen. Dies legt nahe, dass die indirekten gesamtwirtschaftlichen Kosten der Finanzkrise im Euroraum noch höher waren als bei früheren systemischen Banken Krisen.

Die Deckungsraten – also der Anteil der erworbenen Aktiva, den die öffentlichen Haushalte erfolgreich veräußern konnten – verbessern sich, sind aber im historischen Vergleich immer noch relativ gering. Sie errechnen sich aus der Differenz zwischen den erworbenen Finanzaktiva auf Bruttobasis und den Aktiva auf Nettobasis. Bis heute, d. h. acht Jahre nach Beginn der Krise, ist nur ein geringer Teil der fiskalischen Kosten des Euro-Währungsgebiets durch nachträgliche Einnahmen gedeckt (siehe Abbildung 3). Von den Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, die sich akkumuliert brutto auf 8 % des BIP bzw. 800 Mrd €

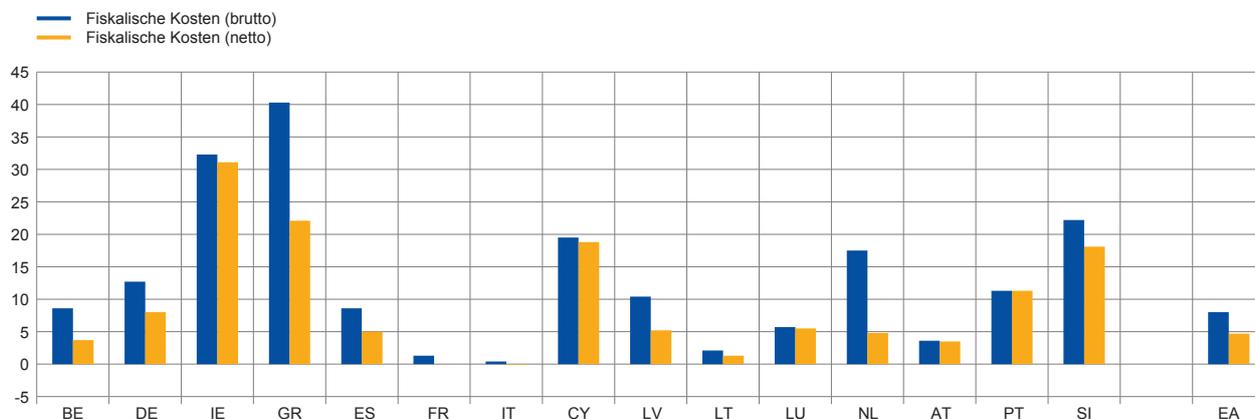
⁵ Die Differenz ist in der Regel sehr gering, es gibt jedoch einige Ausnahmen. So wurden beispielsweise in Irland einige Maßnahmen über die Veräußerung von Aktiva im Bestand staatlicher Pensionseinrichtungen finanziert.

⁶ Siehe IWF, From Banking to Sovereign Stress – Implications for Public Debt, 2015. Darin wird analysiert, wie sich bestimmte Merkmale von Ländern und Bankensektoren auf die fiskalischen Kosten von Banken Krisen auswirken.

Abbildung 3

Fiskalische Kosten und Deckungsraten im Zeitraum von 2008 bis 2014

(in % des BIP 2014)



Quellen: ESZB und Eurostat.

Anmerkung: Estland, Malta, die Slowakei und Finnland sind in der Abbildung nicht ausgewiesen, da in diesen Ländern keine staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor ergriffen wurden. Zu Griechenland siehe auch Fußnote 9. Die Deckungsrate bezeichnet die Differenz zwischen den erworbenen Finanzaktiva auf Bruttobasis und auf Nettobasis.

belaufen,⁷ konnte bislang ein Anteil von 3,3 % des BIP über den Verkauf erworbener Vermögenswerte und diverse sonstige Einnahmen aus den erworbenen Aktiva und den gewährten Garantien und Bürgschaften (wie etwa Dividenden, Gebühren, Zinseinnahmen) kompensiert werden. Dies entspricht einer Deckungsrate von gut 40 % der fiskalischen Bruttokosten, was im internationalen Vergleich relativ wenig ist. So hatte Schweden beispielsweise schon fünf Jahre nach der Krise von 1991 nahezu 95 % seiner haushaltsmäßigen Ausgaben gedeckt.⁸ In Irland, Zypern und Portugal sind die bisherigen Deckungsraten besonders niedrig, in den Niederlanden hingegen relativ hoch.⁹

Je nach Art der erworbenen Aktiva sind die Deckungsraten unterschiedlich.

Eine Aufschlüsselung nach Finanzinstrumenten zeigt, dass die den Banken gewährten Kredite bis Ende 2014 schon weitgehend (zu 92 %) zurückgezahlt wurden (siehe Abbildung 1). Dagegen halten die Staaten noch immer einen Großteil der erworbenen Schuldverschreibungen und Beteiligungen, wobei sie bis Ende vergangenen Jahres immerhin 43 % der Schuldverschreibungen und 34 % der Beteiligungen veräußern konnten. Dementsprechend belief sich der kumulierte

⁷ Um sich ein Bild vom finanziellen Risiko der Regierungen aufgrund von Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor machen zu können, müssen die fiskalischen Nettokosten um den Betrag der ausstehenden staatlichen Garantien und Bürgschaften ergänzt werden und auch die indirekten Einnahmen beinhalten. In der Fachliteratur wird jedoch bisweilen argumentiert, dass sich die fiskalischen Bruttokosten (in denen die gedeckten Aktiva berücksichtigt sind) als Messgröße besser eignen, um die zum Zeitpunkt der Interventionen eingesetzten Mittel der Steuerzahler widerzuspiegeln. Dieser Indikator könnte auch als Grundlage für die Berechnung der finanziellen Puffer dienen, die für die staatliche Unterstützung bei möglichen zukünftigen Krisen benötigt werden (siehe beispielsweise Laeven und Valencia, 2012, a. a. O.).

⁸ Siehe auch EZB, Monatsbericht Juli 2009, a. a. O., Tabelle 1.

⁹ Im Fall Griechenlands lässt sich die beträchtliche Differenz zwischen den fiskalischen Brutto- und Nettokosten vor allem durch folgenden Sachverhalt erklären: Bis 2012 erhielt das griechische Bankensystem Kredite vom Hellenischen Finanzstabilitätsfonds. Diese Kredite wurden in der Folgezeit genutzt, um die Zeit zu überbrücken, bis Rekapitalisierungen in Form von Beteiligungsakquisitionen erfolgen konnten (2013). Wenngleich es sich hierbei im Grunde nur um eine Umschichtung von Finanzinstrumenten handelt, schließen die fiskalischen Bruttokosten sowohl Kredite als auch Rekapitalisierungen mit ein, während die fiskalischen Nettokosten um die nach Rekapitalisierungen wieder zurückgezahlten Kredite bereinigt sind.

Nettoerwerb von Schuldverschreibungen und Beteiligungspapieren Ende 2014 auf 1,4 % des BIP.

Zugleich müssen auch die Deckungsraten zusammen mit den infolge der Stützungsmaßnahmen akkumulierten Verlusten sorgfältig analysiert werden.

Eine geringe Deckungsrate kann tatsächlich sehr unterschiedliche Ursachen haben und deutet nicht zwangsläufig auf hohe akkumulierte Verluste hin. So kann sie im günstigsten Fall dafür stehen, dass der Staat weiterhin Eigentümer einer profitablen Bank ist, die im Fall einer Privatisierung hohe Gewinne generieren würde. Im schlechtesten Fall könnte eine niedrige Deckungsrate anzeigen, dass die staatlichen Interventionen zu erheblichen und unwiederbringlichen Verlusten geführt haben. Ein Beispiel hierfür ist Zypern, wo sich die Bewertungsverluste des Staates bei Beteiligungen infolge der Restrukturierung einer der größten zyprischen Banken auf 10,5 % des BIP beliefen. Für das Euro-Währungsgebiet waren im Zeitraum von 2008 bis 2014 akkumulierte Verluste in Höhe von durchschnittlich 1,8 % des BIP zu verzeichnen. Daraus ergibt sich, dass nahezu 25 % der fiskalischen Bruttounterstützung derzeit als nicht zu deckender Verlust verbucht sind.

Kasten

Behandlung der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors im Stabilitäts- und Wachstumspakt

Im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) werden die staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors angesichts ihrer Bedeutung für die Wahrung der Finanzstabilität besonders behandelt.

In Zeiten schwerwiegender Bankenprobleme müssen die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets die durch Finanzhilfen entstandene Haushaltsbelastung im Allgemeinen nicht ausgleichen, sofern die Maßnahmen zeitlich begrenzt sind.¹⁰ Da die fiskalischen Kosten zur Wahrung der Finanzstabilität weitgehend außerhalb des Einflussbereichs der Regierungen liegen, scheint dieser Ansatz im Großen und Ganzen gerechtfertigt. In der Tat ist es wichtig, dass die Euro-Länder durch den SWP nicht entmutigt werden, wirksame Sicherheitsvorkehrungen zu treffen. Ein ähnlicher Ansatz wurde auch bei den EU/IWF-Anpassungsprogrammen gewählt; dort bleiben die Auswirkungen von Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor auf das Defizit bei der Festlegung der nominalen Haushaltsziele ausdrücklich unberücksichtigt.

Gemäß der präventiven Komponente des SWP sind Kapitalzuführungen aus der Berechnung der strukturellen Anpassung ausgeschlossen, sofern sie zeitlich begrenzt sind.

Die strukturelle Anpassung ist der Hauptindikator, um im Rahmen der präventiven Komponente des SWP beurteilen zu können, ob der Anpassungspfad zum mittelfristigen Haushaltsziel eingehalten wird. Berechnet wird sie auf Basis der Veränderung des strukturellen Saldos, der temporäre und einmalige Maßnahmen wie Kapitalzuführungen außer Acht lässt.

Gemäß der korrektiven Komponente des SWP kann die Eröffnung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit unterbleiben, wenn Hilfsmaßnahmen für den Finanzsektor

¹⁰ Siehe EZB, Zu den fiskalischen Auswirkungen der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, Kasten 8, Monatsbericht Juni 2013.

gewährt werden. Verstößt ein Mitgliedstaat infolge von Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor vorübergehend gegen das Defizitkriterium, bleibt das Defizit aber in der Nähe von 3 % des BIP (d. h. nicht mehr als 0,5 % des BIP über dem Referenzwert), so kann die Einleitung eines Defizitverfahrens vermieden werden. Ebenso wird kein Defizitverfahren auf Basis des Schuldenkriteriums eröffnet, wenn der Richtwert aufgrund derartiger Maßnahmen nicht eingehalten wird. In beiden Fällen werden die Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors (einschließlich Eventualverbindlichkeiten) als einschlägige Faktoren ausgemacht, so auch in den im Februar 2015 veröffentlichten Beurteilungen zum Defizitverfahren auf Basis des Schuldenkriteriums für Belgien und Italien.

Außerdem wird im Fall von Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor auf die Verschärfung eines bereits bestehenden Verfahrens verzichtet. Die Einhaltung der Vorgaben des Defizitverfahrens wird auf Basis der strukturellen Anpassung beurteilt, bei der temporäre und einmalige Maßnahmen unberücksichtigt bleiben. Die Mitgliedstaaten, die staatliche Unterstützung gewähren, müssen somit keine zusätzlichen Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung unternehmen, sofern die notwendige strukturelle Anpassung erfolgt. So wurden etwa in der Empfehlung des Rates im Rahmen der 2013 gewährten Fristverlängerung für Slowenien Haushaltsziele vorgegeben, aus denen die erwarteten fiskalischen Kosten der Stützungsmaßnahmen herausgerechnet wurden. Zudem erfolgt keine Verschärfung des Verfahrens, wenn ein Land infolge derartiger Maßnahmen sein übermäßiges Defizit nicht innerhalb der vereinbarten Frist korrigieren kann. Stattdessen wird der Termin für die Aufhebung des Verfahrens (in der Regel um ein Jahr) verschoben. Die Entscheidung, ob ein Land aus dem Defizitverfahren entlassen wird, basiert allerdings auf dem nominalen (Gesamt-)Defizit, aus dem die staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor nicht herausgerechnet werden.

4 Fiskalische Risiken im Zusammenhang mit staatlichen Interventionen im Finanzsektor

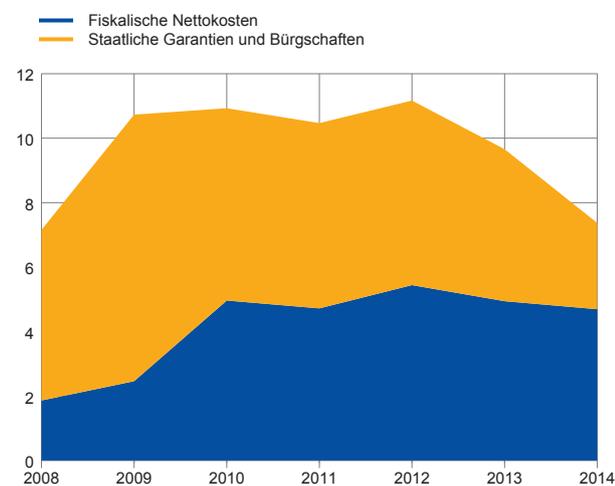
Neben der erwähnten Haushaltsbelastung können Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor erhebliche allgemeine fiskalische Risiken mit sich bringen. Berücksichtigt man den Betrag der expliziten Eventualverbindlichkeiten aus staatlichen Garantien und Bürgschaften für Finanzinstitute, die zwar nicht sofort unmittelbare Auswirkungen auf die Staatsfinanzen haben, jedoch bei Inanspruchnahme ein potenzielles fiskalisches Risiko darstellen, wäre die Risikoposition der öffentlichen Haushalte wesentlich höher anzusetzen.¹¹ Ferner haben Staaten auch implizite Garantien für Finanzinstitute übernommen, zum Teil um dem „too big to fail“-Argument Rechnung zu tragen und Ansteckungseffekte zu vermeiden. Allerdings gestaltet sich die Quantifizierung dieser impliziten Garantien

¹¹ Die sofortigen unmittelbaren Auswirkungen staatlicher Garantien und Bürgschaften auf die öffentlichen Finanzen ergeben sich in Verbindung mit dem Einzug von Gebühren, die Finanzinstitute üblicherweise als Gegenleistung zahlen müssen; diese Gebühren stellen zusätzliche Staatseinnahmen dar. In den meisten Ländern fallen diese Gebühreneinnahmen bislang allerdings eher gering aus. Im Zeitraum von 2008 bis 2014 beliefen sie sich für das gesamte Euro-Währungsgebiet auf jahresdurchschnittlich weniger als 0,05 % des BIP.

Abbildung 4

Finanzielles Risiko der öffentlichen Haushalte aufgrund von Interventionen im Finanzsektor

(in % des BIP)



Quelle: ESZB.

Anmerkung: Das finanzielle Risiko der öffentlichen Haushalte aufgrund von Interventionen im Finanzsektor setzt sich aus den als direkte fiskalische Nettokosten erfassten finanziellen Unterstützungsmaßnahmen und dem Betrag der ausstehenden staatlichen Garantien und Bürgschaften zusammen. Staatliche Garantien und Bürgschaften sowie fiskalische Nettokosten werden als prozentualer Anteil am jährlichen BIP angegeben. Einlagensicherungssysteme zählen nicht zu den staatlichen Garantien und Bürgschaften.

schwierig, sodass sie in diesem Aufsatz nicht weiter erörtert werden.

Nach Ausbruch der Finanzkrise unterstützten viele Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets den Finanzsektor mit expliziten Garantien und Bürgschaften, um zur Finanzstabilität beizutragen.

Der Großteil der expliziten Staatsgarantien wurde für angeschlagene Finanzinstitute bereitgestellt und bezog sich auf unterschiedliche Vermögenswerte und Verbindlichkeiten wie z. B. begebene Anleihen, Interbankeneinlagen, vorrangige unbesicherte Schuldverschreibungen, Asset-Backed Securities (ABS) und nachrangige Schuldverschreibungen mit fester Laufzeit. Darüber hinaus wurden in einigen Ländern wie z. B. in Irland, Spanien und Frankreich auch staatliche Garantien zur Finanzierung von Zweckgesellschaften gewährt. (Sie beliefen sich Ende 2014 im Durchschnitt auf rund 20 % der ausstehenden Staatsgarantien.) Explizite Garantien wurden vor allem in den ersten Krisenjahren bereitgestellt. In Relation zur Gesamtwirtschaftsleistung überstiegen die staatlichen Garantien und Bürgschaften bis zum Jahr 2012 die fiskalischen Nettokosten der Unterstützungsmaßnahmen

für den Finanzsektor (siehe Abbildung 4). Ihren Spitzenwert im Eurogebiet erreichten sie mit knapp 8 % des BIP im Jahr 2009 (ohne staatliche Garantien für Privatkundeneinlagen). Ende 2014 waren sie dann auf 2,7 % des BIP gesunken.

Seit 2012 hat sich der Betrag der ausstehenden staatlichen Garantien und Bürgschaften deutlich verringert. Drei Faktoren waren für diese Entwicklung maßgeblich: Erstens sind diese Garantien und Bürgschaften mittlerweile zum großen Teil ausgelaufen, und da die Finanzstabilität wiederhergestellt werden konnte, mussten sie auch nicht verlängert werden. Im Jahr 2014 gewährten die öffentlichen Haushalte keine oder nur noch wenige neue Garantien für Finanzinstitute. Zweitens wurden die Garantien in einigen Fällen in Anspruch genommen und ihre Beträge dann als Schulden der öffentlichen Haushalte ausgewiesen. Drittens wurden einige Finanzinstitute, für die staatliche Garantien bereitgestellt worden waren, im Zuge einer Reklassifizierung dem Sektor Staat zugeordnet. Infolgedessen wurden die Verbindlichkeiten dieser umgruppierten Einheiten fortan als Schulden der öffentlichen Haushalte verbucht, und der Betrag der für diese Institute übernommenen staatlichen Garantien ging entsprechend zurück.

Die meisten Mitgliedstaaten des Euroraums stellten explizite Staatsgarantien bereit, wobei die ausstehenden Beträge in den einzelnen Ländern unterschiedlich hoch ausfielen.

Der Anteil der Staatsgarantien am BIP war in Irland mit Abstand am größten. Er erreichte dort im Jahr 2008 einen Höchstwert von 190 % des BIP, aber verringerte sich bis Ende des Jahres 2014 deutlich auf rund 13 % des BIP (siehe Tabelle 3). In Griechenland machten die Staatsgarantien Ende 2014 weiterhin einen erheblichen Anteil am BIP aus, während der Anteil in

Tabelle 3**Ausstehende staatliche Garantien und Bürgschaften**

	Spitzenwert		Ende 2014
	Anteil am BIP (in %)	Jahr	
BE	15,4	(2009)	9,3
DE	5,5	(2009)	0,8
IE	190,0	(2008)	12,9
GR	37,9	(2011)	28,5
ES	9,9	(2012)	5,2
FR	4,7	(2009)	2,2
IT	5,3	(2012)	1,4
CY	16,9	(2010)	5,7
LV	2,8	(2009)	0,2
LU	4,8	(2013)	4,6
NL	12,1	(2009)	0,0
AT	5,0	(2009)	0,0
PT	9,5	(2012)	3,6
SI	5,9	(2010)	0,3
EA	7,6	(2009)	2,7

Quellen: ESZB und Eurostat.

Anmerkung: Estland, Litauen, Malta, die Slowakei und Finnland sind in der Tabelle nicht ausgewiesen, da diese Länder keine Garantien und Bürgschaften für Finanzinstitute bereitgestellt haben. Die ausstehenden staatlichen Garantien und Bürgschaften beinhalten nicht die Garantien für Privatkundeneinlagen und Staatsgarantien im Zusammenhang mit der Vergabe von Notfall-Liquiditätshilfen (Emergency Liquidity Assistance – ELA). Letztere werden in der Statistik über staatliche Garantien und Bürgschaften nicht berücksichtigt.

Belgien nicht ganz so hoch ausfiel und in den Niederlanden sowie in Österreich zu diesem Zeitpunkt fast alle Garantien bereits ausgelaufen waren. Die Entwicklung in Österreich ist darauf zurückzuführen, dass ein Finanzinstitut inzwischen dem Sektor Staat zugeordnet wird, sodass die entsprechenden staatlichen Garantien nicht mehr als solche ausgewiesen werden, sondern als ausstehende Verbindlichkeiten dieser neuen Einheit eine entsprechende Erhöhung der Bruttostaatsverschuldung bewirken.

Eine Reihe von Ländern musste Verluste aus in Anspruch genommenen staatlichen Garantien und Bürgschaften verbuchen. Im Jahr 2014 schien der Anteil der abgerufenen Garantien auf Euroraumebene mit rund 0,3 % aller ausstehenden Garantien (weniger als 0,01 % des BIP) recht niedrig zu sein. Diese Zahl könnte sich jedoch als etwas trügerisch erweisen. Insbesondere bei umfassenden Restrukturierungen von Finanzinstituten, denen staatliche Garantien gewährt wurden, verringerte sich der Betrag der ausstehenden Garantien, weil wertgeminderte Aktiva, die zuvor unter eine Garantie gefallen waren, erworben wurden. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, das Risiko der Inanspruchnahme staatlicher Garantien und Bürgschaften anhand von Schätzwerten der Ausfallwahrscheinlichkeit zu beurteilen.¹²

Ferner haben viele Länder die Deckungssumme ihrer Einlagensicherungssysteme erhöht. Zu Beginn der Krise wurde die Deckungssumme der nationalen Sicherungssysteme auf eine Mindesthöhe von 50 000 € je Einleger je Bank angehoben. Im Zuge der Überarbeitung der EU-Richtlinie über Einlagensicherungssysteme stieg dieser Mindestwert weiter auf 100 000 €; zudem waren fortan die Banken – und nicht mehr die öffentliche

¹² Siehe IWF, Fiscal implications of the global economic and financial crisis, Occasional Paper Series, Nr. 269, 2009. Anhand von Schätzwerten für die durch die erwartete Ausfallhäufigkeit implizierten Kreditausfallrisikoprämien auf Basis von Marktdaten per November 2008 wurden die gesamten Aufwendungen für staatliche Garantien und Bürgschaften der fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Zeitraum von 2009 bis 2013 kumuliert auf 1 % bis 3 % des BIP geschätzt.

Hand – für die Deckung der Einlagensicherung verantwortlich. Im Gegensatz zu den expliziten Garantien, die für die Vermögenswerte der Finanzinstitute bereitgestellt werden, sind die Einlagensicherungssysteme nicht zeitlich begrenzt. Diese Garantien laufen also nicht aus, es sei denn, es wird eine Verringerung der Deckungssumme beschlossen. Etwaige geltend gemachte Ansprüche würden zunächst von der Versicherung abgedeckt und dürften somit kaum Auswirkungen auf die gesamtstaatlichen Finanzierungssalden haben.

Des Weiteren könnten staatliche Garantien und Bürgschaften langfristig höhere fiskalische Kosten nach sich ziehen, da sie – so wie andere Interventionen im Finanzsektor – möglicherweise negative Anreize für Finanzinstitute schaffen.

In der Tat könnten jene Finanzinstitute, denen Staatsgarantien und andere Interventionen zugute kommen, geneigt sein, mehr Risiken einzugehen oder die zügige Sanierung ihrer Bilanzen aufzuschieben (siehe hierzu IWF, 2015, a. a. O.). Ferner mangelt es staatlichen Garantien möglicherweise an Glaubwürdigkeit, insbesondere wenn sie sich auf hohe Beträge belaufen und gleichzeitig der Spielraum der öffentlichen Haushalte eingeschränkt ist, sodass der Staat nicht in der Lage wäre, seine Zahlungsverpflichtungen für abgerufene Garantien zu erfüllen.¹³ Glaubwürdigkeitsprobleme würden indes die Sanierung potenziell verteuern, da sich die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme von Garantien erhöhen und die Notwendigkeit weiterer Maßnahmen zur Unterstützung des Finanzsektors zunehmen würde. Somit könnten Staatsgarantien, obwohl sie keinen sofortigen unmittelbaren Einfluss auf die öffentlichen Finanzen haben, letztendlich zu einem Anstieg der direkten fiskalischen Kosten führen.

Fiskalische Risiken bestehen auch im Zusammenhang mit den neu geschaffenen Zweckgesellschaften, deren fiskalische Kosten höher ausfallen könnten als erwartet.

Mehr als die Hälfte aller Euro-Länder haben solche Zweckgesellschaften errichtet, um die Bilanzen der Finanzinstitute zu entlasten, indem wertgeminderte Aktiva zu einem geringeren Buchwert auf diese neuen Einheiten übertragen wurden. Im Allgemeinen können solche Zweckgesellschaften als ein effektives Instrument zum Umgang mit notleidenden Krediten betrachtet werden.¹⁴ Die mit diesen Zweckgesellschaften verbundenen potenziellen fiskalischen Risiken sind jedoch von Land zu Land sehr unterschiedlich und abhängig von der spezifischen Ausgestaltung der Gesellschaften in Bezug auf die staatliche Beteiligung, die Haftung des Staates im Fall von Verlusten und die zugrunde liegende Finanzierungsstrategie.¹⁵ So führt die Zuordnung der Zweckgesellschaften zum Sektor Staat dazu, dass all ihre Verbindlichkeiten als Staatsschulden ausgewiesen werden, wie dies z. B. bei der BAMC in Slowenien der Fall war (siehe Tabelle 4). Für die zu erwartenden Auswirkungen auf die öffentlichen

¹³ Eine Reihe von Euro-Ländern wurde – zum Teil bedingt durch die erheblichen staatlichen Garantien und Bürgschaften – von den Ratingagenturen herabgestuft, was zu einem Anstieg der Finanzierungskosten dieser Länder führte (siehe Stolz und Wedow, 2010, a. a. O.).

¹⁴ Siehe EZB, Resolving the legacy of non-performing exposures in euro area banks, Financial Stability Review, Mai 2015.

¹⁵ Private Zweckgesellschaften bewerten die erworbenen Vermögenswerte in der Regel mit einem höheren Abschlag als zum Staatseigentum zählende Einheiten. Dies hat Auswirkungen auf die Ertragskraft dieser Unternehmen und die sich ergebenden fiskalischen Risiken. Der auf übertragene Vermögenswerte angewendete Abschlag weist eine Schwankungsbreite von 0 % bis über 50 % auf. Siehe C. Gandrud und M. Hallerberg, Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules, Bruegel Working Paper Series, Nr. 15, 2014.

Tabelle 4**Eckdaten ausgewählter Zweckgesellschaften**

	Gründungsjahr	Staatliche Beteiligung	Finanzierung (ausstehende Anleiheemissionen) ¹⁾ <i>in % des BIP</i>	Aktiva ¹⁾ <i>in % des BIP</i>		Abschläge auf übertragene Aktiva ²⁾ <i>in %</i>	Nettoverlust (-) / -gewinn (+) 2014 <i>in % des BIP</i>
				Ins-gesamt	Darunter: Bankkredite		
NAMA (Irland)	2009	49%	7,3	8,4	7,2	57	0,2
SAREB (Spanien)	2012	45%	4,3	4,8	3,1	46/63	-0,1
BAMC (Slowenien)	2013	100%	4,2	4,7	3,8	71	0,1

Quellen: Websites der Zweckgesellschaften, Gandrud und Hallerberg (2014, a. a. O.).

1) Die Angaben beziehen sich auf die zum Jahresende 2014 ausstehenden Beträge.

2) Angegeben sind die durchschnittlichen Abschläge ausgewählter Zweckgesellschaften (siehe Gandrud und Hallerberg, 2014, a. a. O.). Für Irland bezieht sich der Abschlag auf Kredite im Wert von insgesamt 74 Mrd €, die von den fünf teilnehmenden Kreditinstituten (als Gegenleistung für die Zahlung von 31,8 Mrd €) bis Ende 2011 an die NAMA übertragen wurden. Im Fall Spaniens betrug der durchschnittliche Abschlag auf die übertragenen Aktiva 46 % für Kredite und 63 % für Rettungserwerbe. Der für Slowenien ausgewiesene Wert bezieht sich auf die im Jahr 2013 übertragenen Aktiva.

Finanzierungssalden ist die künftige Entwicklung der Einnahmen und Ausgaben ausschlaggebend. Werden die Zweckgesellschaften hingegen dem Finanzsektor zugerechnet, dürften die direkten fiskalischen Auswirkungen eher begrenzt sein und sich hauptsächlich aus dem Risiko ergeben, dass die künftigen Dividenden nicht zur Verlustdeckung ausreichen; in diesem Fall müssten die ausstehenden Staatsgarantien in Anspruch genommen werden. Ferner ist eine gemeinsame Eigentümerschaft in Bezug auf die Zweckgesellschaften möglich – so wie in Irland (NAMA) und Spanien (SAREB). Überdies haben die Beispiele NAMA und BAMC im Jahr 2014 gezeigt, dass die Zweckgesellschaften auch Gewinne erzielen können.

5 Schlussbemerkungen

Während der Finanzkrise unterstützten die meisten Regierungen des Euro-Währungsgebiets ihre Finanzinstitute mit Finanzhilfen, um die Finanzstabilität zu wahren und eine Kreditklemme zu verhindern. Die Hilfen beliefen sich brutto auf 8 % des BIP des Eurogebiets, wovon bisher nur 3,3 % durch nachträgliche Einnahmen gedeckt wurden. Die fiskalischen Kosten der von 2008 bis 2014 geleisteten Stützungsmaßnahmen führten im Euroraum zu einer Verschlechterung des Finanzierungssaldos von kumuliert 1,8 % des BIP und einem Anstieg der Verschuldung von kumuliert 4,8 % des BIP. Der seit Beginn der Krise beobachtete drastische Schuldenanstieg der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet insgesamt ist zwar nur zu einem geringen Teil auf die Finanzhilfen zurückzuführen, diese Hilfen hatten jedoch in der Einzelbetrachtung in einigen Ländern erheblichen Einfluss auf die staatliche Verschuldung. Die Mitgliedstaaten griffen auf eine Vielzahl von Maßnahmen zurück, darunter Rekapitalisierung von Banken, Gewährung staatlicher Darlehen, Erwerb wertgeminderter Aktiva, Verstaatlichung von Banken und Bereitstellung staatlicher Garantien und Bürgschaften. Die Maßnahmen wirken sich unterschiedlich stark auf die öffentliche Verschuldung und das öffentliche Defizit aus, und auch ihr Umfang variiert je nach Land erheblich. Im internationalen Vergleich

ist die Deckungsrate der Interventionen insgesamt relativ niedrig. Allerdings ist dieser Prozess noch nicht abgeschlossen. Um das Bild zu vervollständigen, ist es auch wichtig, die fiskalischen Risiken im Zusammenhang mit der Stützung des Finanzsektors zu berücksichtigen, wozu in erster Linie die verbleibenden in Anspruch genommenen staatlichen Garantien und Bürgschaften (in Höhe von 2,7 % des euroraumweiten BIP Ende 2014) und die potenziellen Verluste (bzw. Bewertungsgewinne) der Zweckgesellschaften gehören.

Für die Zukunft gilt es, die Finanzstabilität zu wahren und gleichzeitig die Beteiligung der Steuerzahler zu begrenzen. In diesem Zusammenhang ist es zunächst einmal notwendig, die Wahrscheinlichkeit schwerwiegender Bilanzprobleme der Finanzinstitute zu verringern. Mit der Verschärfung der Bankenregulierung und der Stärkung der Bankenaufsicht sowie geeigneten Abwicklungsinstrumenten für Finanzinstitute, die in eine Schieflage geraten sind, wurde bereits viel erreicht. Die angemessene Beteiligung privater Aktionäre und Anleihegläubiger ist eine nicht zu vernachlässigende Möglichkeit, um die potenziellen fiskalischen Kosten der Finanzhilfen zu senken. Die Eigenkapitalverordnung und die Eigenkapitalrichtlinie der Europäischen Union wie auch der neu geschaffene einheitliche Aufsichtsmechanismus werden die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors erhöhen und dürften dazu beitragen, die Entstehung massiver Probleme in den Bankbilanzen, die letztlich eine schwere Bankenkrise auslösen könnten, zu verhindern. Die Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und der einheitliche Abwicklungsmechanismus werden überdies gewährleisten, dass der private Sektor eingebunden wird, bevor staatliche Stützungsmaßnahmen ergriffen werden. Zusammengenommen dürften diese Pfeiler der europäischen Bankenunion sicherstellen, dass sich das Risiko einer zusätzlichen Unterstützung durch den Steuerzahler sukzessive verringert.

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

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	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,0	1,5	1,7	1,6	7,7	-0,4	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,0	-0,1	7,4	0,8	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 Q3	0,9	1,1	0,7	-0,3	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,4	2,0	0,4
Q4	0,8	0,5	0,8	0,3	1,5	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	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	.	0,9	0,7	-0,4	.	0,3	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
2015 März	-	-	-	-	-	-	0,6	1,7	-0,1	0,0	2,3	1,4	-0,1
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. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,2

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.

3) Euro-Währungsgebiet: Schätzungen auf Basis vorläufiger nationaler Angaben, die üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Basis von Frühdaten zu Energiepreisen.

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	3,6	3,5
2014 Q3	55,6	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	53,6	56,2	51,6	2,7	1,4	3,4
Q4	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,4	53,6	50,4	1,5	1,8	1,3
2015 Q1	53,9	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,7	1,7	-5,0
Q2	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-1,1	-1,2	-1,0
2015 März	54,9	59,2	58,8	49,4	51,8	54,0	52,9	55,5	49,8	-2,7	1,7	-5,0
April	54,1	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,0	55,1	49,1	-1,9	0,9	-3,4
Mai	53,4	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,2	54,0	48,7	-1,9	-0,3	-2,8
Juni	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-1,1	-1,2	-1,0
Juli	53,1	55,7	56,6	51,5	50,2	53,9	50,8	53,9	49,1	.	.	.
Aug.	.	55,0	.	.	.	54,1	50,0	.	48,9	.	.	.

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

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

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	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 Febr.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
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

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 Febr.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
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

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 Febr.	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2
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

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- men- 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	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 Aug.	0,22	0,96	1,20	1,66	7,30	17,00	5,51	6,71	7,05	3,06	2,55	2,74	2,71	2,86	2,96	2,73
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 ^(p)	0,15	0,74	0,67	1,10	6,82	17,04	5,09	6,22	6,50	2,60	2,04	2,26	2,21	2,36	2,56	2,22

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 Aug.	0,28	0,50	1,56	3,74	4,17	4,27	3,55	2,56	3,20	2,85	1,80	2,42	2,54	2,71
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	2,35	2,78	2,50	1,74	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	1,67	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	1,52	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	1,63	2,11	2,02	2,37
April	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,62	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	1,60	1,91	2,04	2,26
Juli ^(p)	0,17	0,31	0,87	3,19	3,27	3,60	2,86	2,07	2,36	2,22	1,51	1,73	2,05	2,19

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	1 312	545	120	-	59	538	50	410	219	34	-	39	93	25
2015 Jan.	1 388	599	127	-	66	543	54	378	186	28	-	33	94	36
Febr.	1 400	606	134	-	70	534	56	351	162	37	-	30	83	39
März	1 420	604	137	-	71	543	66	373	162	45	-	35	89	42
April	1 410	600	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
Mai	1 396	591	135	-	80	532	59	326	140	36	-	36	80	33
Juni	1 329	560	121	-	75	517	56	298	126	30	-	34	77	32
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	15 120	4 040	3 158	-	994	6 286	643	219	65	43	-	16	85	10
2015 Jan.	15 222	4 058	3 201	-	1 004	6 316	642	261	80	48	-	8	113	13
Febr.	15 266	4 038	3 209	-	1 017	6 356	646	207	64	21	-	18	86	17
März	15 355	4 026	3 251	-	1 034	6 399	644	285	84	62	-	17	112	10
April	15 276	4 000	3 213	-	1 034	6 389	641	220	70	33	-	21	87	10
Mai	15 356	3 982	3 235	-	1 037	6 462	640	185	49	41	-	6	85	4
Juni	15 344	3 938	3 255	-	1 032	6 485	634	207	69	34	-	13	87	5

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den monatlichen Durchschnitt im Jahresverlauf.

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte						
							FMKGs					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Bestände												
2012	16 631,5	5 395,8	3 312,1	.	917,0	6 316,2	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,5	
2013	16 355,8	4 881,7	3 208,6	.	987,9	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9	
2014	16 432,4	4 585,5	3 277,8	.	1 052,3	6 823,7	693,1	5 949,4	591,0	787,9	4 570,6	
2015 Jan.	16 609,5	4 657,1	3 327,9	.	1 069,7	6 859,1	695,6	6 423,2	573,0	836,0	5 014,3	
Febr.	16 665,3	4 643,5	3 343,0	.	1 086,8	6 890,6	701,5	6 855,9	650,5	899,7	5 305,7	
März	16 775,5	4 630,4	3 388,6	.	1 104,8	6 941,6	710,1	7 056,1	688,7	933,3	5 434,0	
April	16 686,7	4 600,2	3 347,4	.	1 113,6	6 921,8	703,6	6 960,1	683,8	908,3	5 368,0	
Mai	16 751,9	4 572,2	3 369,7	.	1 116,3	6 994,0	699,7	6 983,6	675,3	901,6	5 406,7	
Juni	16 672,3	4 498,3	3 375,7	.	1 106,5	7 001,4	690,4	6 803,4	664,2	879,4	5 259,8	
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	-0,7	-7,8	0,1	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8	
2015 Jan.	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7	
Febr.	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7	
März	-0,2	-7,1	2,3	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8	
April	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8	
Mai	-0,8	-7,2	0,1	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7	
Juni	-1,1	-7,7	0,8	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7	

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38		
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8	
2012	97,6	95,0	93,3	88,3	99,7	95,8	107,0	92,5	
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,5	99,1	111,9	95,6	
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	102,8	100,7	114,7	96,1	
2014 Q3	101,3	97,2	96,2	90,8	102,2	100,3	113,7	95,1	
Q4	99,0	94,9	94,3	89,1	99,7	98,1	112,3	93,5	
2015 Q1	93,0	89,2	89,4	84,2	93,7	92,6	106,4	88,3	
Q2	91,2	87,5	88,2	-	-	-	104,4	86,3	
2015 März	90,6	86,9	87,4	-	-	-	103,8	86,0	
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	88,3	-	-	-	105,1	86,7	
Aug.	93,0	89,0	90,0	-	-	-	108,1	89,1	
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>					
2015 Aug.	1,8	1,8	1,9	-	-	-	2,9	2,8	
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>					
2015 Aug.	-8,4	-8,7	-6,6	-	-	-	-5,2	-6,6	

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 Q3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
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
2015 März	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
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
							<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>					
2015 Aug.	3,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	-0,4	1,4	2,7	1,3
							<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>					
2015 Aug.	-13,8	-1,0	-2,8	0,1	-0,7	0,0	0,1	-10,4	0,0	3,6	-11,1	-16,3

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 Q2	18 472,2	19 741,3	-1 269,2	7 542,8	5 630,5	5 960,8	9 449,4	-70,3	4 532,2	4 661,5	506,8	11 426,2
Q3	19 220,1	20 468,0	-1 247,8	7 797,7	5 900,7	6 306,2	9 713,4	-55,7	4 652,3	4 853,9	519,7	11 836,4
Q4	19 351,7	20 748,8	-1 397,1	7 568,9	5 998,8	6 509,3	9 915,2	-43,6	4 782,7	4 834,7	534,4	11 869,4
2015 Q1	21 087,3	22 381,9	-1 294,5	8 204,4	6 331,7	7 270,9	10 995,3	-21,0	5 029,9	5 054,9	603,1	12 632,8
Bestände in % des BIP												
2015 Q1	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4
Transaktionen												
2014 Q3	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-
Q4	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-
2015 Q1	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-
Q2	62,2	-23,6	85,7	62,3	52,4	133,5	13,8	7,5	-138,8	-89,7	-2,4	-
2015 Jan.	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-
Febr.	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-
März	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-
April	111,8	121,5	-9,6	15,4	24,1	33,2	-19,5	5,8	61,3	116,8	-3,9	-
Mai	22,8	-0,5	23,3	31,1	13,2	74,6	54,2	4,3	-85,6	-67,9	-1,6	-
Juni	-72,5	-144,5	72,0	15,8	15,0	25,7	-21,0	-2,5	-114,6	-138,6	3,1	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2015 Juni	834,4	606,1	228,4	347,3	245,2	459,8	291,1	65,3	-43,3	69,7	5,2	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2015 Juni	8,2	6,0	2,2	3,4	2,4	4,5	2,9	0,6	-0,4	0,7	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunkturentwicklung

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
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	5				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2012	9 840,1	9 581,2	5 544,4	2 065,4	1 979,3	1 035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4 288,9	4 030,0
2013	9 931,7	9 598,4	5 571,9	2 094,9	1 940,4	1 006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4 362,7	4 029,5
2014	10 103,5	9 729,9	5 651,1	2 127,7	1 970,9	1 001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4 494,4	4 120,8
2014 Q2	2 520,6	2 428,2	1 409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1 118,1	1 025,6
Q3	2 531,5	2 437,5	1 416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1 135,0	1 041,0
Q4	2 544,9	2 444,2	1 423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1 142,1	1 041,4
2015 Q1	2 564,9	2 458,3	1 425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1 144,3	1 037,6
In % des BIP												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2014 Q3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	-	-	1,4	1,7
Q4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	-	-	0,8	0,8
2015 Q1	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	-	-	0,6	1,2
Q2	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	-	-	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	-	-	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	-	-	3,8	4,1
2014 Q3	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	-	-	4,1	3,9
Q4	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	-	-	4,1	4,6
2015 Q1	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	-	-	4,2	5,1
Q2	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-	-
Q4	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
2015 Q1	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
Q2	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	-	-
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	-	-
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	-	-
2014 Q3	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	-	-
Q4	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-	-
2015 Q1	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-	-
Q2	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2012	8 845,3	151,3	1 728,4	467,2	1 675,9	410,3	439,1	1 016,3	924,6	1 717,9	314,4	994,8
2013	8 924,2	154,5	1 740,7	460,1	1 684,8	407,2	440,6	1 032,5	937,1	1 748,0	318,7	1 007,5
2014	9 068,0	148,9	1 763,9	461,3	1 709,3	410,9	450,0	1 054,0	960,2	1 784,1	325,2	1 035,5
2014 Q2	2 261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
Q3	2 272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
Q4	2 283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 Q1	2 306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2014 Q2	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
Q3	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
Q4	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 Q1	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 Q2	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
Q3	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
Q4	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 Q1	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2014 Q2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2015 Q1	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	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 Q2	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
Q3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	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	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
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	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 Q2	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
Q3	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
Q4	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 Q1	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
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	12,4	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 Q2	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
Q3	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
Q4	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 Q1	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 Q2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
Q3	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
Q4	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 Q1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2013)			100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	3,9	18,187	11,4	5,2	14,630	10,1	3,557	23,6	9,758	11,3	8,429	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,233	12,0	5,9	15,640	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,926	12,1	1,5
2014	160,315	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,917	11,5	8,708	11,8	1,7
2014 Q3	160,475	4,4	18,544	11,6	5,9	15,148	10,4	3,397	23,6	9,817	11,3	8,726	11,8	1,6
Q4	160,966	4,6	18,402	11,5	6,1	15,081	10,3	3,322	23,2	9,753	11,3	8,649	11,7	1,8
2015 Q1	160,084	4,7	17,981	11,2	5,9	14,741	10,1	3,240	22,7	9,560	11,1	8,422	11,4	1,7
Q2	.	.	17,759	11,1	.	14,589	10,0	3,170	22,3	9,402	10,9	8,356	11,3	.
2015 Febr.	-	-	17,956	11,2	-	14,720	10,1	3,236	22,7	9,542	11,0	8,415	11,4	-
März	-	-	17,912	11,2	-	14,688	10,1	3,224	22,6	9,513	11,0	8,399	11,4	-
April	-	-	17,790	11,1	-	14,594	10,0	3,196	22,4	9,412	10,9	8,378	11,3	-
Mai	-	-	17,741	11,1	-	14,588	10,0	3,153	22,2	9,417	10,9	8,323	11,2	-
Juni	-	-	17,745	11,1	-	14,584	10,0	3,161	22,3	9,377	10,9	8,368	11,3	-
Juli	-	-	17,532	10,9	-	14,439	9,9	3,093	21,9	9,265	10,7	8,267	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							Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
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	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,4	0,4	3,7
2014 Q3	0,6	1,2	0,4	1,5	1,9	-3,1	-1,4	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,3	4,1
Q4	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,8	2,9	1,5	1,6
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,6	1,0	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0
Q2	1,2	1,5	0,7	2,6	0,8	-0,9	-1,0	4,7	2,1	1,1	3,1	2,3	6,9
2015 Jan.	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,3	2,6	0,4	0,6	2,4	2,0	2,9	2,7	11,0
Febr.	2,0	1,2	-0,3	1,4	2,5	6,9	-3,5	0,9	2,4	1,0	3,5	3,1	8,1
März	2,1	1,9	0,2	1,2	4,1	4,5	-2,0	1,5	1,6	0,2	2,9	1,0	8,2
April	0,8	0,9	0,0	2,1	-0,1	0,9	-1,2	2,8	2,6	1,4	3,6	2,9	6,4
Mai	1,6	2,3	2,0	4,1	0,3	-3,6	0,2	4,3	2,6	1,9	3,4	2,2	6,8
Juni	1,2	1,4	0,2	1,7	2,1	0,0	-2,3	7,0	1,2	0,1	2,3	1,8	7,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2015 Jan.	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,5	1,5	1,0	-2,2	0,6	0,7	1,1	0,5	1,5
Febr.	1,0	1,0	0,1	0,6	2,5	1,3	-1,4	0,1	0,0	-0,6	0,5	-0,7	0,0
März	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	-1,8	0,6	0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,8	-0,6
April	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,4	-1,0	-0,3	2,4	0,7	1,0	0,2	0,6	0,8
Mai	-0,2	0,2	0,1	1,2	-0,3	-2,9	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	-1,5
Juni	-0,4	-0,9	-0,5	-1,8	-0,3	3,2	-1,9	2,1	-0,6	-0,8	-0,2	0,0	1,6

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 Q3	101,2	-4,6	80,4	-10,0	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
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
2015 März	103,9	-2,9	-	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	-	52,2	53,6	54,2	54,0
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.	104,2	-3,7	-	-6,9	-22,7	3,1	10,2	-	52,3	53,9	54,3	54,1

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,7	.	3,0	10,1	2,0
2012	12,6	97,4	-1,8	1,7	-4,6	0,6	-2,3	31,0	1,8	133,3	1,4	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,4	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,1	131,9	2,2	-1,7	1,1
2014 Q2	12,6	95,5	0,4	1,5	-0,2	2,7	-0,1	30,9	3,2	132,4	2,4	2,0	1,2
Q3	12,7	95,0	1,6	1,7	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,1	2,0	1,9	1,0
Q4	12,7	95,1	1,3	1,7	-0,5	2,3	0,7	32,2	2,6	133,1	1,9	0,9	1,1
2015 Q1	12,7	94,7	2,2	1,9	-0,1	3,8	1,3	.	2,7	135,3	2,5	1,0	1,5

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 Q3	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
Q4	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015 Q1	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
Q2	870,2	801,9	68,3	520,0	439,3	182,6	166,8	141,8	134,8	25,9	61,0	9,7	5,7
2015 Jan.	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
Febr.	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
März	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
April	292,8	269,0	23,8	174,3	145,8	59,7	56,2	50,9	45,7	7,9	21,3	2,4	1,3
Mai	291,5	272,4	19,1	172,9	147,9	62,2	55,6	46,8	46,0	9,6	22,9	3,7	1,5
Juni	285,9	260,5	25,4	172,8	145,6	60,6	55,0	44,1	43,1	8,4	16,8	3,5	2,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2015 Juni	3 414,0	3 148,5	265,5	2 025,4	1 731,0	718,1	654,9	571,4	529,0	99,1	233,6	37,7	18,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2015 Juni	33,6	31,0	2,6	19,9	17,0	7,1	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

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	2,9	0,4	486,1	236,1	96,9	139,5	397,7	439,5	269,4	62,1	101,0	287,7	73,3
Q4	4,5	0,0	498,3	237,4	102,4	145,1	409,4	435,6	260,3	63,3	102,9	293,5	65,9
2015 Q1	5,1	1,5	503,9	240,5	103,7	148,5	420,0	444,1	258,9	69,5	108,7	312,5	58,3
Q2	7,8	3,8	517,4	.	.	.	429,8	452,6	.	.	.	313,7	.
2015 Jan.	-0,7	-5,6	163,9	78,4	34,0	47,6	135,9	143,0	83,1	22,4	35,1	100,2	19,2
Febr.	4,3	1,0	168,6	80,5	35,1	49,7	141,0	147,4	86,1	23,3	36,0	104,4	18,9
März	11,0	9,1	171,4	81,6	34,6	51,3	143,1	153,7	89,8	23,9	37,6	107,9	20,2
April	8,6	4,8	173,4	81,7	35,4	51,3	144,0	151,8	89,1	23,7	36,3	105,4	19,3
Mai	2,5	-0,2	170,8	80,7	34,3	50,9	141,4	149,5	86,8	22,3	36,7	103,0	19,0
Juni	12,3	6,6	173,1	.	.	.	144,4	151,3	.	.	.	105,4	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q3	1,2	2,1	114,5	112,6	114,4	116,4	114,7	101,5	101,1	100,4	103,0	104,6	88,8
Q4	3,1	2,0	117,2	113,7	119,3	121,0	116,9	102,0	101,9	98,5	102,5	104,2	97,0
2015 Q1	2,5	4,8	117,3	114,5	118,7	121,9	117,7	105,1	105,7	103,5	104,8	107,3	111,0
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 Jan.	-1,5	-0,3	115,8	113,0	117,9	119,7	115,3	103,8	104,1	102,8	103,1	105,0	117,3
Febr.	1,5	4,7	117,7	115,0	120,7	121,9	118,8	104,7	105,6	105,2	103,6	107,7	108,9
März	7,0	10,1	118,3	115,6	117,6	124,1	119,2	106,8	107,4	102,6	107,8	109,3	106,8
April	3,1	2,8	118,3	114,6	119,0	122,4	118,5	104,0	104,6	101,8	102,8	105,8	98,8
Mai	-2,5	-2,3	116,2	113,0	116,5	120,2	116,3	102,0	101,0	97,3	103,5	104,0	91,2
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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			Dien- leistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dien- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise	
		Insgesamt ohne Nahrungs- mittel und Energie	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,5	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 Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,2	1,6	
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	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	0,6	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
2015 März	117,9	-0,1	0,6	-0,9	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,1	1,7	0,0	-0,3	1,1	
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	0,2	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	-0,3	0,2	-0,7	0,2	0,1	0,9	
Aug. ²⁾	117,8	0,2	1,0	.	1,2	-0,1	0,0	0,8	0,1	-2,2	0,1	.	.	

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Angaben, die üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Basis von Frühdaten zu Energiepreisen.

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ¹⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ^{1), 2)}	
	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 % (2015)	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	-1,6
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	1,3
2014 Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,5	2,1
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	2,8
2015 Q1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,1	.
Q2	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	.	.	.
2015 Febr.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,7	-1,3	0,3	-8,1	-	-	-
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	-1,8	-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	-0,8	-1,3	0,0	-6,3	-	-	-
Juni	104,9	-2,1	-1,8	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-
Juli	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,2	-6,5	-	-	-

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

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

2) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder.

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 gewicht ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in % (2015)									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	0,9	1,1	1,2	0,4	-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	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 Q3	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
Q4	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 Q1	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
2015 März	-	-	-	-	-	-	-	-	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
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	-7,5	4,7	-13,7	-4,0	5,5	-11,6

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-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 Q3	-0,7	-1,8	0,9	-16,9	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
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
2015 März	-4,6	0,6	2,4	-16,3	-3,8	50,7	54,2	49,7	48,6
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.	-2,4	3,1	2,1	-13,2	0,3	49,6	53,2	50,5	49,1

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	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 Q3	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7
Q4	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7
2015 Q1	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4
Q2	.	.	.	.	.	.	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	2,2	1,8	3,8	2,4	0,0	0,0	1,3	3,7	0,6	3,1
2013	103,8	1,3	0,2	1,8	0,1	1,0	0,8	2,6	-1,9	1,2	1,7	1,7
2014	105,0	1,2	-3,8	1,8	0,5	0,7	1,2	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2014 Q2	104,8	1,1	-4,7	1,8	0,3	0,9	0,9	0,9	0,2	2,4	1,1	1,2
Q3	105,3	1,3	-4,8	1,8	1,2	1,0	1,0	0,6	1,2	2,3	1,3	1,1
Q4	105,5	1,3	-0,7	2,3	1,1	0,7	1,7	0,9	0,4	2,1	1,5	1,5
2015 Q1	105,8	1,2	1,3	1,7	2,0	0,5	0,4	0,0	3,5	2,5	1,6	0,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2012	103,6	1,5	0,3	1,9	2,3	1,7	1,5	1,2	1,1	2,1	0,9	1,9
2013	105,3	1,6	3,9	2,8	1,6	1,0	0,7	2,0	-0,1	1,1	1,7	1,4
2014	106,8	1,4	-1,1	2,3	1,6	1,2	2,0	1,4	1,0	1,6	1,3	1,1
2014 Q2	106,7	1,3	-1,3	2,1	1,7	1,1	1,8	1,7	0,9	1,5	1,2	1,4
Q3	107,1	1,3	-0,7	2,1	0,6	1,1	1,9	1,3	1,6	1,7	1,3	1,0
Q4	107,6	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,1	1,9	1,8	0,8	1,5	1,4	0,5
2015 Q1	108,2	1,5	1,3	1,9	0,5	1,2	1,4	1,3	2,9	2,0	1,6	1,1
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2012	101,1	-0,4	-1,9	0,1	-1,4	-0,7	1,5	1,2	-0,2	-1,5	0,3	-1,1
2013	101,4	0,3	3,7	1,0	1,5	0,1	-0,1	-0,6	1,9	-0,1	0,0	-0,3
2014	101,7	0,3	2,7	0,5	1,1	0,5	0,8	0,4	0,5	-0,5	0,0	0,1
2014 Q2	101,8	0,2	3,5	0,4	1,3	0,3	1,0	0,8	0,7	-0,9	0,0	0,2
Q3	101,7	0,1	4,3	0,3	-0,6	0,1	0,9	0,7	0,4	-0,6	0,0	-0,1
Q4	102,0	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	102,2	0,2	-0,1	0,2	-1,4	0,7	0,9	1,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2012	104,8	2,9	2,3	3,5	5,1	3,4	2,0	1,7	1,7	3,2	1,4	2,9
2013	107,2	2,3	4,2	3,0	3,0	1,8	1,0	2,5	1,4	2,1	2,2	2,1
2014	108,6	1,3	-0,9	1,8	1,3	1,2	1,9	1,7	1,1	1,5	1,1	1,3
2014 Q2	108,4	1,4	-0,6	2,5	1,7	1,3	1,7	2,2	1,5	1,4	0,9	0,9
Q3	108,8	1,3	-0,6	1,9	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2	1,4
Q4	109,0	1,1	-1,5	1,6	0,7	0,9	1,5	2,5	0,3	1,3	1,1	0,5
2015 Q1	109,9	1,6	1,0	2,0	0,4	1,6	1,1	2,0	2,7	2,2	1,7	0,6
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2012	102,3	0,9	-0,9	1,7	1,2	0,7	2,1	2,0	0,8	-0,4	0,9	-0,1
2013	103,3	1,0	4,1	1,2	2,8	0,6	0,2	-0,1	2,9	0,7	0,5	0,5
2014	103,5	0,2	2,9	0,0	0,8	0,5	0,9	0,7	1,0	-0,4	-0,2	0,5
2014 Q2	103,6	0,4	4,1	0,7	1,4	0,4	1,0	1,5	1,4	-0,6	-0,1	0,3
Q3	103,4	0,2	4,5	0,1	-0,3	0,2	1,2	1,4	1,5	-0,5	-0,1	0,5
Q4	103,4	-0,2	-1,6	-0,7	-0,6	0,3	0,2	1,6	0,0	-0,7	-0,3	-0,8
2015 Q1	103,9	0,4	-1,2	0,2	-1,3	1,2	1,3	1,8	-1,1	-0,1	0,1	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											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2			11	12	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte		Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	7	8	9	10				
Bestände												
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	97,0	626,1	10 585,2
2015 Febr.	992,4	5 106,6	6 099,0	1 535,3	2 123,3	3 658,6	9 757,6	132,4	443,0	108,9	684,3	10 441,9
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	97,0	626,1	10 585,2
Juli ^(a)	1 021,1	5 377,6	6 398,7	1 469,8	2 163,1	3 632,9	10 031,5	105,7	456,2	90,5	652,3	10 683,9
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 Febr.	7,6	47,2	54,8	-19,3	2,7	-16,6	38,2	12,8	4,4	6,9	24,1	62,3
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 ^(a)	6,1	70,5	76,6	-14,1	1,0	-13,1	63,4	14,4	18,2	-6,4	26,2	89,7
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	25,1	0,5	4,9
2015 Febr.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,1	4,8	4,1
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	25,1	0,5	4,9
Juli ^(a)	8,9	12,7	12,1	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,1	7,9	25,6	3,6	5,3

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	1 851,9	1 407,1	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
2015 Febr.	1 851,7	1 393,7	347,1	97,0	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	905,4	224,4	349,6
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	1 851,9	1 407,1	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
Juli ⁴⁾	1 889,1	1 440,1	323,2	113,0	12,8	5 667,8	2 945,3	721,5	1 997,8	3,2	980,9	233,7	344,6
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 Febr.	11,7	13,5	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,3	-4,6	5,8
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 ⁴⁾	33,3	31,4	0,3	1,1	0,5	17,6	33,2	-13,6	-2,4	0,4	13,0	4,8	3,2
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 Febr.	4,8	9,9	-8,9	1,3	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
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 ⁴⁾	5,5	11,7	-14,3	4,6	-11,1	3,1	11,2	-15,1	0,2	-35,4	14,4	-1,6	4,9

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	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	-	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	-	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	12 562,5	10 512,2	-	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	-	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	12 562,5	10 512,2	-	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8
2015 Q1	3 674,0	1 153,4	2 520,6	12 674,3	10 613,9	-	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 273,1	787,3
Q2	3 684,8	1 137,6	2 547,1	12 624,5	10 590,4	-	4 291,7	5 257,2	905,0	136,5	1 243,7	790,3
2015 Febr.	3 638,7	1 146,7	2 492,0	12 650,5	10 588,3	-	4 312,8	5 221,0	917,4	137,1	1 272,9	789,3
März	3 674,0	1 153,4	2 520,6	12 674,3	10 613,9	-	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 273,1	787,3
April	3 702,3	1 151,6	2 550,7	12 654,0	10 610,4	-	4 303,9	5 236,3	933,1	137,1	1 262,0	781,7
Mai	3 698,4	1 144,0	2 554,4	12 659,4	10 611,2	-	4 300,4	5 243,4	923,2	144,2	1 257,2	791,0
Juni	3 684,8	1 137,6	2 547,1	12 624,5	10 590,4	-	4 291,7	5 257,2	905,0	136,5	1 243,7	790,3
Juli ⁴⁾	3 727,5	1 132,7	2 594,8	12 712,5	10 608,6	-	4 300,0	5 260,5	916,7	131,5	1 297,4	806,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	73,6	16,3	57,3	-106,8	-50,7	19,2	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	33,9
2014 Q3	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-10,6	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
Q4	47,5	12,8	34,7	1,7	22,8	33,6	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,6
2015 Q1	38,5	21,5	17,0	34,6	45,8	52,9	8,3	20,1	11,5	6,0	-4,0	-7,2
Q2	59,8	-15,4	75,2	-13,1	4,0	22,3	1,2	29,7	-28,9	2,0	-24,3	7,1
2015 Febr.	-20,1	2,7	-22,8	10,6	8,3	15,5	10,3	1,4	-1,5	-1,9	-5,7	8,0
März	27,2	5,4	21,9	14,0	21,5	20,9	-3,0	12,9	14,2	-2,6	-1,1	-6,4
April	39,3	-1,5	40,8	-1,9	12,5	23,1	2,2	7,1	0,6	2,7	-8,9	-5,6
Mai	8,9	-7,8	16,7	1,2	-1,7	6,6	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-4,9	7,8
Juni	11,6	-6,0	17,6	-12,4	-6,8	-7,4	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-10,5	4,9
Juli ⁴⁾	31,6	-5,0	36,7	77,2	21,2	35,9	9,7	4,5	12,1	-5,0	44,9	11,0
Wachstumsraten												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2
2014 Q3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8
Q4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2
2015 Q1	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9
Q2	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6
2015 Febr.	1,9	1,5	2,1	-0,5	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,0
März	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9
April	3,9	2,4	4,7	0,0	0,1	0,9	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,5	2,7
Mai	4,1	0,9	5,6	0,2	0,6	1,0	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-5,4	3,7
Juni	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6
Juli ⁴⁾	5,8	0,8	8,1	0,7	0,9	1,4	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,8	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 Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾					Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2012	4 544,6	-	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	-	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	-	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	-	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 280,3	-	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	-	563,3	3 860,1	776,0
2014 Q3	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 280,3	-	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	-	563,3	3 860,1	776,0
2015 Q1	4 310,1	-	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	-	567,9	3 890,4	775,4
Q2	4 291,7	-	1 084,5	744,4	2 462,8	5 257,2	-	578,5	3 907,6	771,1
2015 Febr.	4 312,8	-	1 090,4	734,7	2 487,7	5 221,0	-	565,2	3 882,2	773,6
März	4 310,1	-	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	-	567,9	3 890,4	775,4
April	4 303,9	-	1 090,4	738,0	2 475,5	5 236,3	-	566,9	3 894,8	774,6
Mai	4 300,4	-	1 085,2	742,7	2 472,5	5 243,4	-	568,3	3 901,7	773,4
Juni	4 291,7	-	1 084,5	744,4	2 462,8	5 257,2	-	578,5	3 907,6	771,1
Juli ⁽⁶⁾	4 300,0	-	1 086,9	744,7	2 468,3	5 260,5	-	578,7	3 911,7	770,1
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-58,3	-45,0	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	41,2	-3,0	-3,2	-8,8
2014 Q3	-18,4	-19,9	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
Q4	4,3	6,8	-7,3	8,5	3,0	5,1	13,9	-2,2	9,3	-2,1
2015 Q1	8,3	11,2	-0,7	7,3	1,8	20,1	24,2	2,2	17,9	0,0
Q2	1,2	10,7	-0,1	11,6	-10,2	29,7	38,7	9,1	21,7	-1,2
2015 Febr.	10,3	12,4	3,1	-1,1	8,4	1,4	6,4	-0,7	3,8	-1,7
März	-3,0	-2,0	-1,8	3,7	-4,9	12,9	11,6	2,9	7,5	2,4
April	2,2	4,2	3,7	0,7	-2,2	7,1	15,4	-0,7	7,5	0,3
Mai	-4,8	1,1	-6,2	4,3	-2,8	6,9	9,2	1,7	6,4	-1,1
Juni	3,8	5,4	2,5	6,5	-5,2	15,7	14,0	8,2	7,8	-0,3
Juli ⁽⁶⁾	9,7	14,6	2,1	0,3	7,2	4,5	14,0	0,8	4,4	-0,7
Wachstumsraten										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2014 Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
Q2	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
2015 Febr.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	0,9	-0,5	0,0	-1,1
März	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
April	-0,4	0,0	0,4	1,4	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,7
Mai	-0,2	0,2	0,4	2,4	-1,2	1,0	1,5	0,5	1,4	-1,0
Juni	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
Juli ⁽⁶⁾	0,4	0,9	-0,2	3,1	-0,2	1,3	1,9	1,8	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		
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	7 314,0	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,8	1 511,5	230,9	234,8	159,1
Q2	265,1	7 155,8	2 219,9	86,5	2 331,5	2 517,9	1 457,0	239,8	224,5	143,7
2015 Febr.	263,0	7 292,9	2 263,3	91,8	2 396,3	2 541,5	1 450,8	257,8	226,3	144,5
März	287,6	7 314,0	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,8	1 511,5	230,9	234,8	159,1
April	260,3	7 227,8	2 238,2	88,7	2 355,3	2 545,6	1 450,6	229,0	209,3	132,1
Mai	275,9	7 220,5	2 232,7	87,4	2 343,2	2 557,2	1 467,0	233,7	222,9	140,7
Juni	265,1	7 155,8	2 219,9	86,5	2 331,5	2 517,9	1 457,0	239,8	224,5	143,7
Juli ^(a)	248,1	7 148,2	2 228,9	85,7	2 316,0	2 517,5	1 391,7	248,5	202,2	137,4
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	110,5	246,0	-18,3	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	-52,4	21,7	18,1
2015 Q1	22,4	-50,8	-31,1	-2,8	-47,2	30,3	3,6	48,8	49,4	19,3
Q2	-22,5	-80,8	-39,3	-4,0	-48,3	10,8	-8,1	-34,0	-10,3	-15,4
2015 Febr.	-43,1	-17,5	-8,6	-1,0	-12,1	4,2	-21,1	32,3	23,0	11,3
März	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,8	28,8	-24,8	8,4	14,6
April	-27,3	-38,1	-19,2	-1,8	-18,9	1,8	-30,3	-2,7	-25,4	-27,0
Mai	15,6	-17,7	-6,9	-1,3	-23,9	14,4	4,3	-8,1	13,6	8,6
Juni	-10,8	-25,0	-13,2	-0,9	-5,5	-5,4	17,9	-23,2	1,6	3,1
Juli ^(a)	-17,0	-6,2	12,7	-0,7	-21,5	3,4	-55,1	12,7	-22,3	-6,4
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 Febr.	-4,3	-2,5	-5,8	0,9	-5,9	4,2	-	-	27,0	28,4
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	4,2	-	-	51,4	51,4
Juni	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	-	-	31,0	20,7
Juli ^(a)	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	-	-	19,0	13,6

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie der von Zentralstaaten gehaltenen 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	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-2,9	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
2014	-2,4	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2
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	Arbeitsnehmer- entgelt			Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben ³⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,4	11,7	12,6	15,1	0,4	49,0	44,7	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3	4,3
2012	45,5	12,2	12,9	15,3	0,4	49,5	45,1	10,4	5,3	3,0	22,6	4,4	4,5
2013	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,4	45,4	10,4	5,3	2,8	22,9	4,0	4,1
2014	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7	3,8
2014 Q2	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9	4,0
Q3	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7	3,9
Q4	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7	3,7
2015 Q1	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,5	23,1	3,7	3,7

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	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	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	0,8	3,9	
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0	
2013	1,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7	
2014	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,1	2,7	
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		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Emission	Tilgung				
													Laufzeit von bis zu 1 Jahr
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	16,3	14,2	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	16,6	14,5	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	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
2015 Febr.	15,7	13,6	4,5	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,3	3,4	2,7	0,7	1,7
März	15,5	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,0	3,4	2,8	0,6	1,7
April	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,3	3,4	2,8	0,5	1,7
Mai	16,0	13,9	5,1	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	-0,2	3,4	2,8	0,4	1,6
Juni	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4
Juli	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	-0,3	3,4	2,8	0,3	1,5

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilspektoren 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	-0,9	1,2	-12,7	-10,2	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,1	-8,7	-10,3	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,2	-5,8	-12,3	-6,8	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
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	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0	
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5	
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2	
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5	
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	-3,3	-8,9	0,4	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,1	-3,6	-4,0	-2,2	-5,6	-4,0	-4,2	-2,1
2013	-0,7	-2,6	0,9	-2,6	-2,3	-1,3	-4,8	-14,9	-2,6	-2,5
2014	-1,4	-0,7	0,6	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
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	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	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 2. September 2015

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)
ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-15-006-DE-E (ePub-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-15-006-DE-N (Online-Version)