



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2015



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	5
2 Finanzielle Entwicklungen	7
3 Konjunkturentwicklung	9
4 Preise und Kosten	11
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	13

Kästen

1 Gründe für die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern	17
2 Besitzt das Verbrauchervertrauen Vorhersagekraft im Hinblick auf die privaten Konsumausgaben?	20
3 Jüngste Entwicklung des Außenhandels des Euro-Währungsgebiets: die Rolle der Schwellenländer	23
4 Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht?	26
5 Auswirkungen der negativen Kurzfristzinsen auf die Geldmarktfonds	31

Aufsatz

Reale Konvergenz im Euro-Währungsgebiet: Empirische Evidenz, Theorie und politische Implikationen	35
---	----

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

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Nach einer leichten Wachstumsabschwächung Anfang 2015 dürfte die Weltwirtschaft wieder auf ihren moderaten Erholungspfad zurückkehren, wenn auch mit deutlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Regionen. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich zeichnet sich eine konjunkturelle Erholung ab. In Japan hingegen deuten die verfügbaren Indikatoren nach einem guten ersten Quartal auf eine Eintrübung der Wachstumsaussichten hin. Die jüngsten Wirtschaftsdaten aus China legen zwar nahe, dass die Konjunktur im zweiten Vierteljahr wieder angezogen hat, doch hat der Aktienkursverfall zu erhöhter Unsicherheit geführt. Der Welthandel entwickelt sich weiterhin schwach, was im Wesentlichen auf die nachlassende Handelstätigkeit in den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen ist. Aufgrund früherer Energiepreissrückgänge ist die Inflation weltweit nach wie vor niedrig.

Die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten des Euroraums waren durch einen Anstieg der Volatilität gekennzeichnet, der hauptsächlich aus der erhöhten Unsicherheit über den Ausgang der Verhandlungen zwischen Griechenland und seinen Gläubigern resultierte. Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet sind seit Anfang Juni allgemein gestiegen, doch waren in den letzten Wochen größere Schwankungen zu verzeichnen. Gleichzeitig blieben die Renditen langfristiger Staatsanleihen des Euroraums insgesamt weitgehend stabil und hielten sich über ihren Mitte April erreichten historischen Tiefständen. Die Renditeabstände italienischer, spanischer und portugiesischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen verringerten sich, während die Differenz der Anleihen der übrigen Euro-Länder (mit Ausnahme Griechenlands) zur Rendite deutscher Staatstitel unter dem Strich in etwa gleich blieb. Der Euro-Wechselkurs schwächte sich in effektiver Rechnung ab.

Der vierteljährliche Anstieg des realen BIP im Euroraum belief sich im ersten Quartal 2015 auf 0,4 %. Triebfeder des Wachstums war die Inlandsnachfrage, die durch einen kräftigen privaten Konsum und neuerdings auch durch hohe Investitionen gestützt wurde. Die bis Juni vorliegenden aktuellen Umfrageergebnisse lassen weiterhin auf eine Fortsetzung des moderaten Wachstumstrends im zweiten Quartal schließen. Die wirtschaftliche Erholung wird voraussichtlich weiter an Breite gewinnen. Die Binnennachfrage dürfte durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positive Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen begünstigt werden. Aber auch die bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen erzielten Fortschritte dürften hier positiv zu Buche schlagen. Außerdem sollte sich der niedrige Ölpreis auch weiterhin positiv im real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte sowie in der Ertragskraft der Unternehmen und somit auch in den privaten Konsumausgaben und den Investitionen niederschlagen. Auch dürfte

die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets zugutekommen.

Die Inflation erreichte zu Jahresbeginn ihren Tiefstand und hat sich in den letzten Monaten wieder ins Positive gekehrt. Im Juni ging die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate leicht auf 0,2 % zurück, nachdem sie im Mai bei 0,3 % gelegen hatte. Auf der Grundlage der verfügbaren Daten und der derzeitigen Terminpreise für Rohöl ist davon auszugehen, dass sie in den kommenden Monaten niedrig bleiben und zum Jahresende hin – teilweise aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Ende 2014 verzeichneten Ölpreisrückgang – steigen wird. Vor dem Hintergrund der erwarteten Konjunkturerholung, des Effekts des niedrigeren Euro-Wechselkurses und der an den Ölterminmärkten eingepreisten Annahme, dass die Ölpreise in den nächsten Jahren etwas anziehen werden, dürften sich die Teuerungsraten 2016 und 2017 weiter erhöhen.

Die eng und die weit gefasste Geldmenge entwickeln sich nach wie vor dynamisch. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld sind Portfolioumschichtungen die Triebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge, wobei die täglich fälligen Einlagen weiterhin einen großen Beitrag zum M3-Wachstum leisten. Die Kreditdynamik hat sich abermals belebt, bleibt aber vor allem bei den Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gedämpft. Die Kreditzinsen der Banken sind weiter gesunken, und die aktuelle Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet deutet auf eine neuerliche Verbesserung der Kreditvergabebedingungen und der Kreditnachfrage hin. Die Unterschiede in der Kreditnachfrage zwischen den einzelnen Ländern gingen zurück, und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wirkten sich positiv auf die Konditionen für die Kreditvergabe aus. Insgesamt tragen die seit Juni 2014 von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen eindeutig zur Verbesserung der Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie zur Optimierung der Kreditströme im gesamten Euroraum bei.

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und im Einklang mit seiner Forward Guidance beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 16. Juli 2015, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so verlaufen die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten nach wie vor reibungslos. Der EZB-Rat bekräftigte erneut die Notwendigkeit, einen stabilen geldpolitischen Kurs beizubehalten. Dabei wird die vollständige Umsetzung aller geldpolitischen Maßnahmen für die erforderliche Unterstützung der konjunkturellen Erholung im Eurogebiet sorgen und dazu führen, dass die Inflationsraten auf mittlere Sicht nachhaltig auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zurückkehren.

Mit Blick auf die Zukunft wird der EZB-Rat die Lage an den Finanzmärkten sowie die möglichen Implikationen für den geldpolitischen Kurs und die Aussichten für die Preisstabilität genau beobachten. Sollte einer der Faktoren eine unerwünschte Straffung der Geldpolitik bewirken oder sollten sich die Aussichten für die Preisstabilität wesentlich verändern, würde der EZB-Rat auf eine derartige Situation durch den Einsatz aller ihm im Rahmen seines Mandats zur Verfügung stehenden Instrumente reagieren.

Nachdem sich das Expansionstempo Anfang 2015 verringert hatte, dürfte die Weltwirtschaft nun wieder zu ihrem moderaten Wachstumskurs zurückkehren.

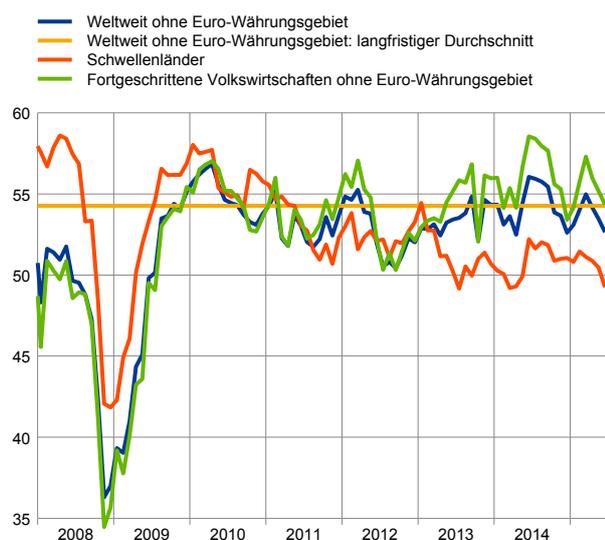
Die jüngsten Umfrageergebnisse deuten auf eine stete Wachstumsdynamik im zweiten Quartal des laufenden Jahres hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) gab im Juni etwas nach (siehe Abbildung 1) und rutschte unter seinen langfristigen Durchschnittswert. Auf Quartalsbasis verzeichnete der Index im zweiten Vierteljahr einen moderaten Rückgang. Die Produktion in den Industrieländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, wies weiterhin stabile vierteljährliche Zuwachsraten auf. Die EMIs der Schwellenländer wirkten sich abermals negativ auf den globalen Index aus, was der anhaltenden, konjunkturell wie auch strukturell bedingten Wachstumsverlangsamung in diesen Ländern zuzuschreiben war (siehe Kasten 1). Andere Kurzfristindikatoren lassen unterdessen auf eine gewisse Stabilität der Weltwirtschaft schließen. So erhöhte sich der ifo-Indikator für das Weltwirtschaftsklima im zweiten Quartal 2015 erneut, und auch die Frühindikatoren der OECD weisen nach wie vor auf eine insgesamt stetige Wachstumsdynamik hin.

Der Welthandel entwickelt sich anhaltend schwach. Allerdings geht aus den aktuellen EMI-Indikatoren zum Auftragseingang im Exportgeschäft hervor, dass die Talsohle erreicht sein könnte. Im April 2015 verringerte sich das Volumen der Wareneinfuhren weltweit um 1,1 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum und ging damit nicht ganz so stark zurück wie noch im März (siehe Abbildung 2). Der zwischen den Industrie- und den Schwellenländern

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex)



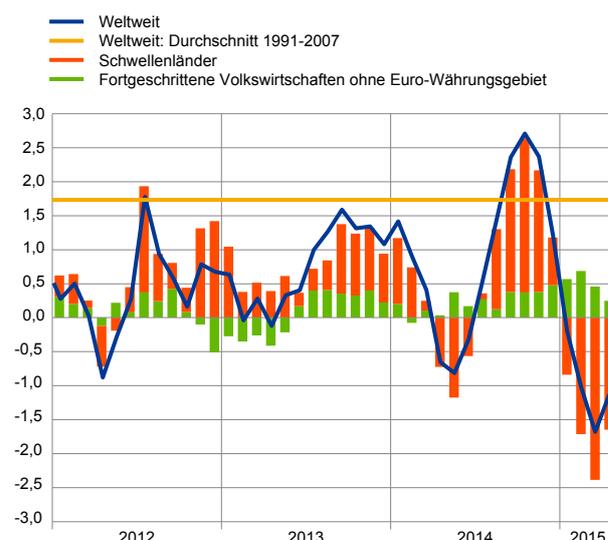
Quellen: Markit und EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2015. Der langfristige Durchschnitt weltweit ohne das Euro-Währungsgebiet erstreckt sich auf den Zeitraum seit 1999. Die Schwellenländer umfassen Brasilien, China, Indien und Russland; zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zählen Japan, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich.

Abbildung 2

Wachstum der Wareneinfuhr

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



Quellen: CPB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2015.

bestehende Unterschied in der konjunkturellen Entwicklung spiegelt sich auch im Handel wider, dessen zuletzt schwache Dynamik aus dem sinkenden Importvolumen der Schwellenländer, vor allem in Asien, resultierte. Wenngleich sich das Handelswachstum auch in den Industrieländern etwas verlangsamt hat, bleibt es dort doch insgesamt stabil.

Die globale Inflation entwickelt sich nach wie vor verhalten. Grund hierfür sind Basiseffekte infolge früherer Energiepreiserückgänge. Die jährliche Teuerungsrate in den OECD-Ländern zog im Mai geringfügig an und lag bei 0,6 %. Dies war der Tatsache geschuldet, dass die Energiepreise in jährlicher Betrachtung langsamer sanken als im Vormonat. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet blieb die jährliche Inflation im OECD-Raum mit 1,6 % stabil auf niedrigem Niveau. In wichtigen Nicht-OECD-Ländern entwickelten sich die Verbraucherpreise sehr unterschiedlich. So stieg die jährliche Teuerung in Brasilien weiter an, während sie in Russland (ausgehend von einem erhöhten Niveau) sowie in China und Indien zurückging.

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten weist Anzeichen einer Erholung auf, nachdem sie zu Beginn des laufenden Jahres ins Stocken geraten war.

Im ersten Vierteljahr 2015 fiel der Rückgang des realen BIP mit 0,04 % gegenüber dem Vorquartal geringer aus als zuvor erwartet. Die leichte Delle war überwiegend der kalten Witterung, Störungen des Hafenbetriebs aufgrund von Arbeitskämpfen, den Auswirkungen einer früheren Aufwertung des US-Dollar und einem Einbruch der Investitionen im Energiesektor zuzuschreiben. Die aktuellen Indikatoren deuten auf eine Erholung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal hin. So stimmt vor allem die jüngste Zunahme des Verbrauchervertrauens im Hinblick auf eine stärkere Ausweitung der Konsumausgaben zuversichtlich, da die mit dem Ölpreiserückgang verbundenen Einkommenseffekte die Kaufneigung der privaten Haushalte steigern dürften. Die nach wie vor robuste Grunddynamik am Arbeitsmarkt spiegelt sich in der Zahl der im Juni geschaffenen Arbeitsplätze wider. Die Inflation war unterdessen aufgrund der früheren Ölpreiserückgänge und der Aufwertung des US-Dollar weiterhin schwach ausgeprägt. Die jährliche Gesamtinflation war im Mai stabil, nachdem sie vier Monate lang bei null oder im negativen Bereich gelegen hatte. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet gab die Teuerung geringfügig nach, was durch eine rückläufige Preisentwicklung sowohl bei den Waren als auch den Dienstleistungen bedingt war.

Die verfügbaren Indikatoren deuten auf eine erneute Eintrübung der Wachstumsaussichten in Japan hin, nachdem sie sich zu Jahresbeginn merklich verbessert hatten. Zugleich ist die Inflation nach wie vor gering. Das Wachstum des realen BIP hat sich im ersten Quartal 2015 beschleunigt und lag bei 1,0 % zum Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren insbesondere ein Anstieg der privaten Investitionen und ein kräftiger Beitrag der Vorratsveränderungen. Die Konjunkturindikatoren für Mai erwiesen sich als recht schwach, wobei sowohl die Industrieproduktion als auch die realen Ausfuhren rückläufig waren und das Wachstum der realen Konsumausgaben geringer ausfiel als noch im ersten Quartal. Allerdings geht aus der Tankan-Umfrage der Bank von Japan für Juni 2015 hervor, dass sich das Unternehmervertrauen innerhalb wie auch außerhalb des verarbeitenden Gewerbes gegenüber den Märzergebnissen verbessert hat. Die jährlichen VPI-Teuerungsrate waren nach wie vor gering. So belief sich die Gesamtinflation im Mai auf 0,5 %, und die ohne Nahrungsmittel und Energie

gerechnete Rate lag bei 0,4 %. Was politische Maßnahmen betrifft, so kündigte die Bank von Japan einen „neuen Rahmen für die geldpolitischen Sitzungen“ an, der ab Januar 2016 in Kraft treten und die Transparenz erhöhen soll.

Im Vereinigten Königreich ging das Wirtschaftswachstum zu Jahresbeginn zurück, dürfte sich aber im zweiten Quartal wieder erholen. So verlangsamte sich der Anstieg des realen BIP von 0,8 % im Schlussquartal 2014 auf 0,4 % im ersten Vierteljahr 2015. Verantwortlich für diese Entwicklung war vor allem ein deutlich geringerer Außenbeitrag. Von der Binnennachfrage gingen dagegen weiterhin Wachstumsimpulse aus. Der zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex und die Daten zur Industrieproduktion lassen den Schluss zu, dass sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal beschleunigen wird. Die Arbeitslosenquote kletterte in den drei Monaten bis Mai 2015 auf 5,6 %, während sich das Einkommenswachstum erhöhte. Die jährliche am VPI gemessene Inflationsrate schwankt nach wie vor um ihren historischen Tiefstand, was den niedrigen Energie- und Nahrungsmittelpreisen zuzuschreiben ist.

In China hat sich das Wachstum des realen BIP wieder erholt, nachdem es sich zu Jahresbeginn abgeschwächt hatte. Allerdings ist die Unsicherheit wegen der jüngsten Korrektur am Aktienmarkt gestiegen. Auf das im ersten Vierteljahr verhaltene Wachstum des realen BIP (1,4 % zum Vorquartal) folgte im zweiten Jahresviertel eine Steigerung des BIP-Zuwachses auf 1,7 %. Dies war unter anderem den Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Stützungsmaßnahmen zu verdanken. Einige Schwachstellen bleiben indes bestehen, da sich die Wohnungsbauinvestitionen und die Importe weiter schleppend entwickelten. Die Unsicherheit hinsichtlich des Wachstumsausblicks und der Finanzstabilität in China hat sich etwas erhöht, nachdem im vergangenen Monat eine deutliche Aktienmarktkorrektur zu beobachten war, der sehr kräftige Aufwärtsbewegungen in den Vormonaten vorausgegangen waren.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet blieben in der Zeit von Anfang Juni bis Mitte Juli insgesamt weitgehend unverändert und lagen im Schnitt etwa 75 Basispunkte über dem historischen Tiefstand von Mitte April. Von Anfang Juni bis Mitte Juli entwickelten sich die Zinsen recht uneinheitlich. Zu Beginn des Beobachtungszeitraums stiegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating sprunghaft an (siehe Abbildung 3). Mit ausschlaggebend hierfür war möglicherweise eine leichte Erhöhung der langfristigen Inflationserwartungen. Auch die Liquiditätsverschlechterung an den Staatsanleihemärkten scheint die Renditen in dieser Zeit nach oben getrieben zu haben. Vom 10. Juni bis Mitte Juli gingen die durchschnittlichen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euroraum auf rund 1 % zurück, wobei sie angesichts der erhöhten Besorgnis der Marktteilnehmer in Bezug auf das Referendum in Griechenland mitunter stärkeren Schwankungen unterlagen. Der Renditeabstand italienischer, spanischer und portugiesischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen verringerte sich, während die Differenz der Anleihen der übrigen Euro-Länder (außer Griechenland) zur Rendite

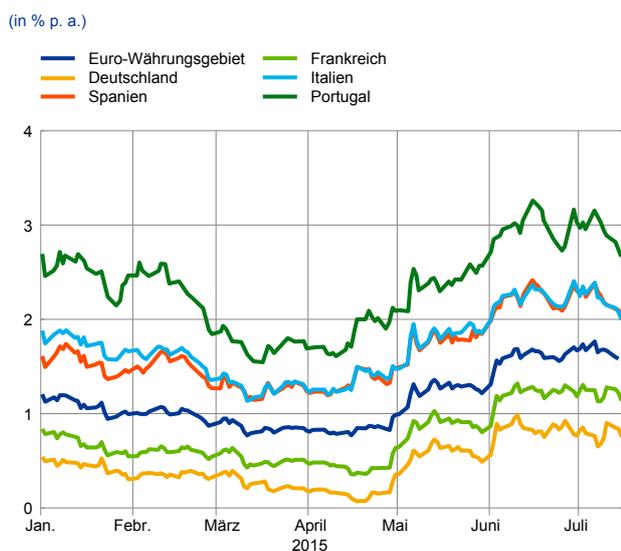
deutscher Staatspapiere insgesamt in etwa gleich blieb. Am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums verzeichneten zahlreiche Euro-Länder nach wie vor negative Renditen, die in einigen Fällen sogar noch weiter sanken, sodass es dort zu einem steileren Verlauf der Renditestrukturkurve kam.

Die EONIA-Terminzinssätze stiegen im Laufzeitenbereich von mehr als sechs Jahren zwischen Anfang Juni und Mitte Juli an.

Der EONIA belief sich im betrachteten Zeitraum im Durchschnitt auf -12 Basispunkte und bewegte sich in einem engen Band um diesen Wert. Bei den Laufzeiten unter sechs Jahren gingen die EONIA-Terminzinsen weiter zurück, wohingegen sie sich am längeren Ende des Laufzeitenspektrums erhöhten, und zwar um 11 Basispunkte im Fall der zehnjährigen Laufzeit, sodass die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt einen steileren Verlauf annahm (siehe Abbildung 4). Während der EONIA vom 5. Juni bis zum 15. Juli stabil blieb, stieg die Überschussliquidität um 115 Mrd € auf 429 Mrd €. Der höhere Liquiditätsüberschuss war zum einen auf Wertpapierkäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten zurückzuführen und zum anderen auf die Zuteilung von 74 Mrd € beim vierten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG) am 18. Juni, mit der die Markterwartungen leicht übertroffen wurden. Am Ende des zweiten Quartals (30. Juni 2015) legte der EONIA aufgrund der am Quartalsende höheren Liquiditätsnachfrage sprunghaft um 6 Basispunkte zu. Diese Spitze fiel jedoch nur noch halb so stark aus wie am Ende des Vorquartals, worin die seitdem gestiegene Überschussliquidität zum Ausdruck kommt.

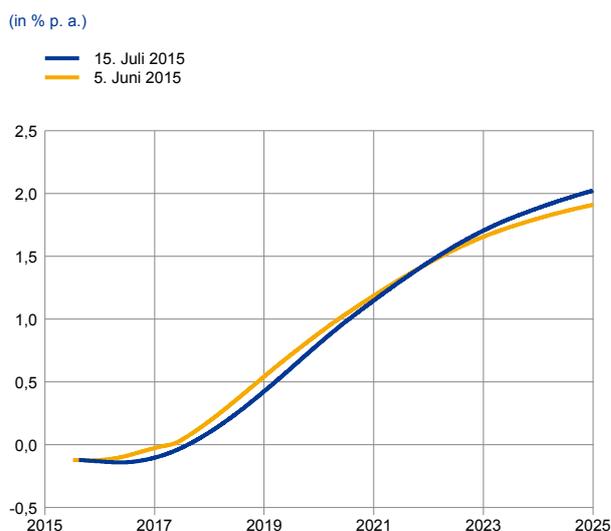
Die europäischen Aktienmärkte entwickelten sich vom 5. Juni bis zum 15. Juli insgesamt positiv, und der marktbreite Euro-STOXX-Aktienindex verbuchte ein Plus von fast 3 %. Der Aufwärtstrend an den Börsen des Euroraums war zwischen dem 5. und 26. Juni besonders ausgeprägt. In dieser Zeit gewann der Euro STOXX

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets



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

Abbildung 4
EONIA-Terminzinnskurve



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

rund 3 % hinzu, während der Standard-and-Poor's-500-Index in den USA lediglich um gut ein halbes Prozent zunahm. Dabei zogen die Aktienkurse im Euroraum in diesem Zeitraum im Finanzsektor stärker an als in der Industrie. Dagegen kam es Ende Juni und in der ersten Juliwoche vor allem aufgrund der Unsicherheit über das Ergebnis des griechischen Referendums zu starken Kursverlusten im Eurogebiet, die sich im Finanzsektor auf rund 8,5 % und im nichtfinanziellen Sektor auf 7 % beliefen. Unterdessen gaben auch die US-Aktienkurse nach, wenngleich in deutlich geringerem Maße (um rund 1 % in beiden Sektoren). Diese Entwicklung ging mit einer zunehmenden Unsicherheit einher: Der entsprechende Indikator, d. h. die implizite Volatilität der Aktienindizes, stieg in beiden Wirtschaftsräumen um rund 6 Prozentpunkte an. Im Anschluss an das Referendum in Griechenland entspannte sich die Situation: Die implizite Volatilität an den Aktienmärkten sank beiderseits des Atlantiks unter das Anfang Juni verzeichnete Niveau, und die Aktienindizes näherten sich wieder ihren relativen Höchstständen von Ende Juni an.

Der effektive Wechselkurs des Euro schwächte sich im Zuge der Entwicklungen in Griechenland und der damit verbundenen erhöhten Unsicherheit ab. Nachdem der Euro zwischen Mitte April und Anfang Juni auf breiter Front an Wert gewonnen hatte, blieb der Wechselkurs bis Ende Juni weitgehend stabil. Anschließend schwächte sich der Euro vor dem Hintergrund der gestiegenen Unsicherheit im Zusammenhang mit den Ereignissen in Griechenland in effektiver Rechnung ab. Insgesamt verlor er vom 5. Juni bis 15. Juli handelsgewichtet 1,5 %. Was den bilateralen Wechselkurs zum US-Dollar anbelangt, so wertete der Euro in diesem Zeitraum um 1,9 % ab. Auch gegenüber dem Pfund Sterling, dem japanischen Yen, dem Schweizer Franken und den Währungen der Schwellenländer büßte er an Wert ein. In Relation zu den meisten mittel- und osteuropäischen Währungen zog er dagegen an, ebenso wie gegenüber den Währungen der rohstoffexportierenden Staaten. Angesichts der zunehmenden Unsicherheit und der Bedenken hinsichtlich einer Aufwertung der Schwedischen Krone fasste die Sveriges riksbank Anfang Juli den Beschluss, weitere Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung zu ergreifen.

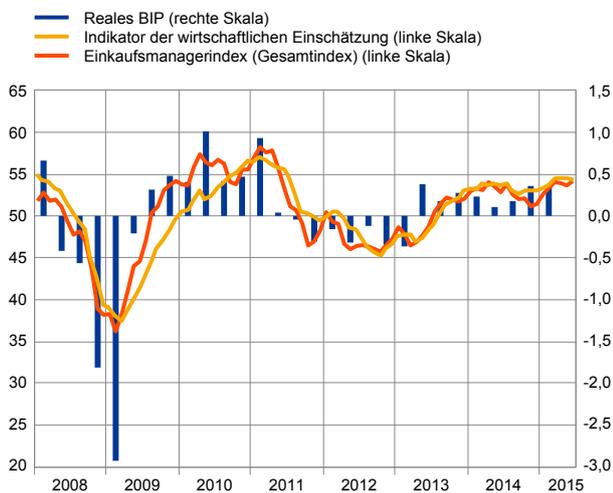
3 Konjunktorentwicklung

Die Erholung im Euro-Währungsgebiet verläuft erwartungsgemäß. Den aktuellen Daten zufolge stieg das reale BIP im ersten Jahresviertel 2015 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 5). Die stärksten Impulse für das Wirtschaftswachstum gingen dabei nach wie vor von der Binnennachfrage aus. In den letzten Quartalen wurde die Konjunktur vor allem durch die privaten Konsumausgaben gestützt, doch gibt es inzwischen ermutigende Anzeichen dafür, dass auch die privaten Investitionen wieder anziehen. Die Vorratsveränderungen leisteten im ersten Quartal einen geringfügig positiven Wachstumsbeitrag, während sich der Außenhandel negativ auswirkte, da die Einfuhren rascher zunahmen als die Ausfuhren. Im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres lag das reale BIP im Euroraum 2,1 % über dem Tiefstand, den es im ersten Quartal 2013 erreicht hatte, aber 1,5 % unter dem vor der Krise verzeichneten Spitzenwert vom ersten Jahresviertel 2008.

Abbildung 5

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Index: Diffusionsindex)



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

Die jüngsten Daten stehen insgesamt mit einem anhaltenden Wachstum im zweiten Vierteljahr 2015 im Einklang.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) verringerte sich im Mai um 0,4 % gegenüber dem Vormonat. Somit blieb die Produktion in den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals 0,2 % hinter ihrem Durchschnittswert des ersten Jahresviertels zurück. Die Bauproduktion hingegen übertraf im April ihren Stand vom ersten Quartal um 0,2 %. Darüber hinaus deutet die aktuelle Entwicklung der Investitionsgüterproduktion für das zweite Vierteljahr 2015 auf eine weitere Zunahme der Investitionen im Eurogebiet hin, während der Einzelhandel und die Pkw-Neuzulassungen mit einer anhaltend kräftigen Steigerung der privaten Konsumausgaben im Einklang stehen. Unterdessen lassen die Handelsdaten für April abermals einen Exportzuwachs erkennen, wenngleich sich das Tempo gegenüber den vorangegangenen Monaten verlangsamt hat. Während sich der Beitrag der Schwellenländer zum Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets verringert hat, werden die Ausfuhren aus dem Euroraum derzeit durch eine kräftige Nachfrage aus den Vereinigten

Staaten und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften gestützt (siehe Kasten 3). Insgesamt sind diese Entwicklungen mit der Erwartung vereinbar, dass die Erholung in nächster Zeit an Breite gewinnt.

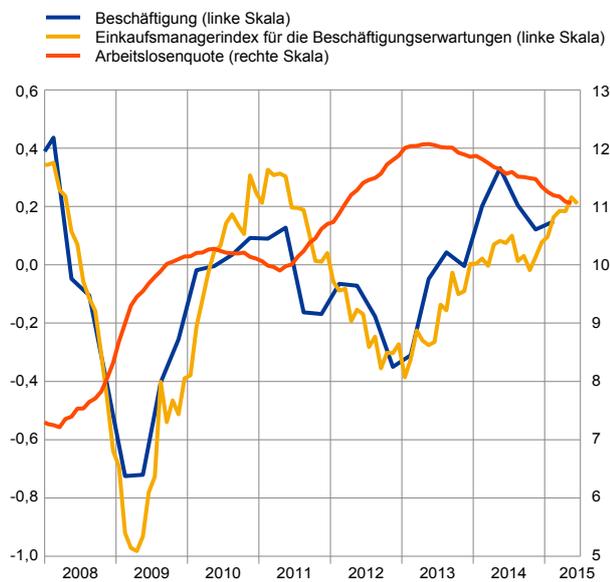
Aktuellere Umfrageergebnisse, die sich auf das gesamte zweite Quartal beziehen, bestätigen, dass die Wachstumsraten auf kurze Sicht weitgehend unverändert bleiben dürften.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie und der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission erhöhten sich im zweiten Jahresviertel 2015 (siehe Abbildung 5). Im Juni lagen beide Indikatoren über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Darüber hinaus wies das Verbrauchervertrauen in der letzten Zeit zwar Anzeichen einer Stabilisierung auf, doch liegt es noch immer deutlich über seinem langfristigen Durchschnittswert (siehe auch Kasten 2). Wie aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgeht, wurden zudem die Richtlinien für Unternehmenskredite im zweiten Quartal 2015 erneut gelockert (wenngleich nicht mehr so stark wie zuvor), was sich stützend auf die Erholung des Kreditwachstums und der Investitionen auswirkte. Die Umfrageergebnisse zur Exportentwicklung, die bis Juni vorliegen, zeichnen ein ähnliches Bild wie die harten Daten zum Außenhandel und deuten für das zweite Jahresviertel auf ein anhaltendes Wachstum der Ausfuhren hin. Der EMI-Teilindex zu den Auftragseingängen im Exportgeschäft, der einen leichten Rückgang erkennen lässt, signalisiert hingegen für die nächste Zeit eine schwächere Exportdynamik.

Die Lage am Arbeitsmarkt hellt sich allmählich auf. Die Beschäftigung stieg im ersten Vierteljahr 2015 erneut, und zwar um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 6). Damit lag sie 0,8 % über ihrem Stand vor Jahresfrist und wies

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

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB.

Anmerkung: Der Einkaufsmanagerindex ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015 (Beschäftigung), Juni 2015 (Einkaufsmanagerindex) bzw. Mai 2015 (Arbeitslosigkeit).

den stärksten jährlichen Anstieg seit dem zweiten Jahresviertel 2008 auf. Die bereits seit Mitte 2013 rückläufige Arbeitslosenquote im Euroraum verringerte sich im zweiten Quartal 2015 weiter. Im Mai belief sie sich auf 11,1 %. Aktuellere Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass sich die Erholung an den Arbeitsmärkten in nächster Zeit etwas beschleunigen wird.

Über die kurze Frist hinaus betrachtet sollte der jüngste Ölpreisrückgang zu einem Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte und der Unternehmensgewinne führen und damit das Wirtschaftswachstum und insbesondere die Binnennachfrage stützen. Die Inlandsnachfrage dürfte durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und deren positive Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen wie auch durch die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen weiter begünstigt werden. Des Weiteren dürfte die Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets von der weltwirtschaftlichen Erholung und Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit profitieren. Allerdings belastet der anhaltende Abschwung in den Schwellenländern nach wie vor den Ausblick für die Weltwirtschaft, und die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren sowie

die schleppende Umsetzung von Strukturreformen dürften das Wirtschaftswachstum im Euroraum weiterhin dämpfen. Die Ergebnisse des aktuellen von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (siehe www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) zeigen, dass die Prognosen des privaten Sektors zum BIP-Wachstum gegenüber der letzten Umfragerunde nahezu unverändert geblieben sind. Die Erwartungen bezüglich der Arbeitslosigkeit wurden indessen leicht nach unten revidiert.

4 Preise und Kosten

Die Inflation im Euro-Währungsgebiet hat sich auf niedrigem positivem Niveau stabilisiert.

Gemäß Eurostat ist die Teuerung nach dem HVPI im Euroraum leicht zurückgegangen, und zwar von 0,3 % im Mai 2015 auf 0,2 % im Juni (siehe Abbildung 7). Verantwortlich hierfür waren vor allem vorübergehende Kalendereffekte bei der Dienstleistungskomponente, die die Inflation im Mai beschleunigten und im Juni verlangsamt. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wider, die im Juni mit 0,8 % nach 0,9 % im Vormonat geringfügig gesunken ist.

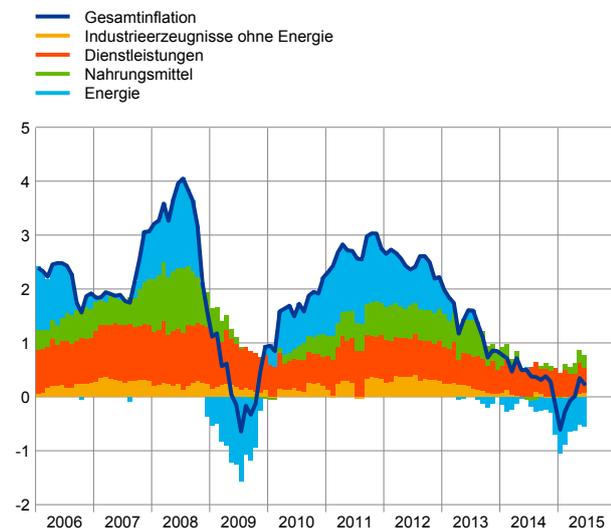
Lässt man die Entwicklung in den einzelnen Monaten außer Acht, hat sich die Kerninflation in der jüngeren Zeit erhöht.

Dennoch besteht nach wie vor eine gewisse Unsicherheit darüber, ob die leichte Zunahme der Teuerung nach dem HVPI

Abbildung 7

Beitrag der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2015.

ohne Energie und Nahrungsmittel (eine Messgröße der Kerninflation) gegenüber ihrem historischen Tiefstand von 0,6 % im April eine Kehrtwende darstellt, da sich dahinter sowohl persistenterer als auch vorübergehend wirkende Faktoren verbergen (siehe auch Kasten 4). Von einigen Faktoren, beispielsweise den indirekten Auswirkungen der rückläufigen Ölpreise, geht nach wie vor ein Abwärtsdruck auf die HVPI-Kerninflation aus. Sind diese verzögerten Effekte jedoch ausgelaufen, dürfte das Durchwirken der seit Mai 2014 verzeichneten Euro-Abwertung auf die Verbraucherpreise ohne Energie eine solidere Basis für einen Anstieg der Kerninflation bilden.

Die kräftige Erhöhung der Einfuhrpreise bestätigt das Durchwirken des schwächeren Euro auf die Verbraucherpreise, aber binnenwirtschaftlich gesehen ist der Preisdruck weiterhin schwach.

Obschon der jährliche Anstieg der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und für Vorleistungsgüter mit 4,8 % bzw. 3,0 % im Mai relativ kräftig ausfiel, waren die Erzeugerpreise im Inlandabsatz nach wie vor rückläufig. Die im Juni beobachtete Verbilligung von Öl und anderen

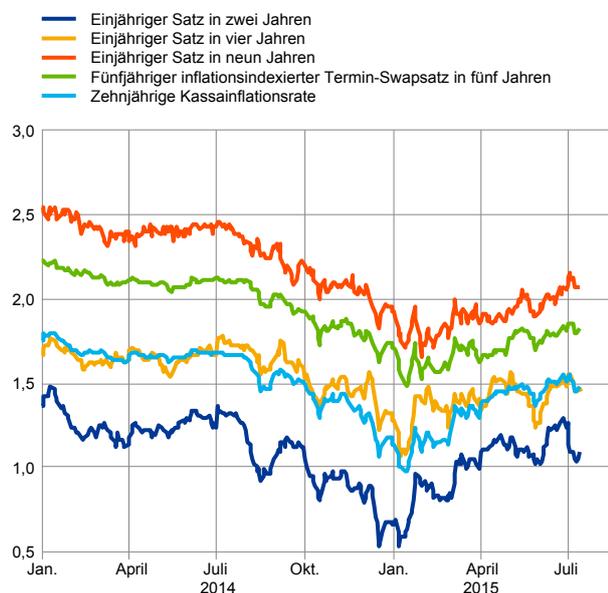
Rohstoffen lässt darauf schließen, dass die Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter in den nächsten Monaten erneut unter Abwärtsdruck geraten werden. In den nachgelagerten Stufen der Produktions- und Preiskette hatten die Erzeugerpreise im Mai noch nicht angezogen; die Vorjahrsraten der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und für Nahrungsmittel auf der Verbraucherebene lagen bei 0,0 % bzw. -1,4 %. Im Gegensatz dazu weisen die Umfrageindikatoren auf einen gewissen Preisdruck am Ende der Preiskette hin: Die aus der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex gewonnenen Angaben besagen, dass sich die Vorleistungspreise für Einzelhandelsgeschäfte ohne Nahrungsmittel den vierten Monat in Folge erhöht haben.

Die neuesten Daten zu den Arbeitskosten und Gewinnmargen lassen darauf schließen, dass sich der binnenwirtschaftliche Preisdruck gegenwärtig stabilisiert hat.

Gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer legte das jährliche Lohnwachstum im Euroraum vom vierten Quartal 2014 bis zum ersten Jahresviertel 2015 von 1,3 % auf 1,5 % zu; gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden stieg diese Rate von 1,1 % auf 1,6 %. Damit stand der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wieder in Einklang mit dem Tariflohnzuwachs und deutete darauf hin, dass Lohndriftelemente wie Bonuszahlungen nur einen geringen Einfluss ausübten. Nach Sektoren aufgegliederte Angaben lassen erkennen, dass sich der Anstieg der Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer aus einem höheren Beitrag des Dienstleistungssektors ergibt, der den geringeren Beitrag der Industrie mehr als ausgleicht. Da sich die Produktivität stärker erhöht hat als das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, war der Zuwachs

Abbildung 8 Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juli 2015.

der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2015 leicht rückläufig. Zugleich hat das Gewinnwachstum (gemessen am Bruttobetriebsüberschuss) zugelegt, was auf den Einfluss der laufenden Verbesserungen beim Wachstum des realen BIP und eine beschleunigte Steigerungsrate der Gewinne je Produktionseinheit (eine Messgröße der Gewinnmargen) zurückzuführen war. Aufgrund der Entwicklung der Arbeitskosten und der Gewinnmargen hat sich die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators, der den binnenwirtschaftlichen Preisdruck anzeigt, im ersten Jahresviertel 2015 geringfügig erhöht.

Auf der Grundlage der verfügbaren Daten und der derzeitigen Terminpreise für Öl ist davon auszugehen, dass die jährlichen HVPI-Inflationsraten in den kommenden Monaten niedrig bleiben und erst gegen Jahresende steigen werden, was unter anderem mit Basiseffekten aufgrund des Ölpreisrückgangs Ende 2014 zusammenhängt. Vor dem Hintergrund der erwarteten Konjunkturerholung, der Auswirkungen des niedrigeren Euro-Wechselkurses und der an den Ölterminkmärkten eingepreisten

Annahme, dass die Ölpreise in den nächsten Jahren etwas anziehen werden, dürften sich die Teuerungsraten 2016 und 2017 weiter erhöhen.

Sowohl die umfrage- als auch die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet stehen mit dem Preisstabilitätsziel der EZB in Einklang. Aus den Ergebnissen des aktuellen, von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das dritte Quartal 2015 geht hervor, dass die Prognostiker ihre kurzfristigen Inflationserwartungen für 2015 und 2016 um 0,1 Prozentpunkte auf 0,2 % bzw. 1,3 % nach oben korrigiert haben, den Wert für 2017 jedoch mit 1,6 % unverändert beließen (siehe www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html). Was die längerfristigen Inflationserwartungen betrifft, so hat sich die erwartete Teuerung in fünf Jahren weiter nach oben bewegt und liegt bei 1,9 %. Aus den marktbasieren Messgrößen ist abzuleiten, dass sich die Inflationserwartungen – gemessen als inflationsindexierte Swapsätze – im Juni im Laufzeitbereich zwischen zwei und zehn Jahren zunächst erhöht hatten (siehe Abbildung 8). Ende Juni und in der ersten Julihälfte sind sie jedoch auf ein Niveau gesunken, das noch unter jenem von Anfang Juni lag. Unterdessen lag der fünfjährige inflationsgebundene Termin-Swapsatz in fünf Jahren Mitte Juli bei 1,82 % und somit 5 Basispunkte über dem Satz von Anfang Juni.

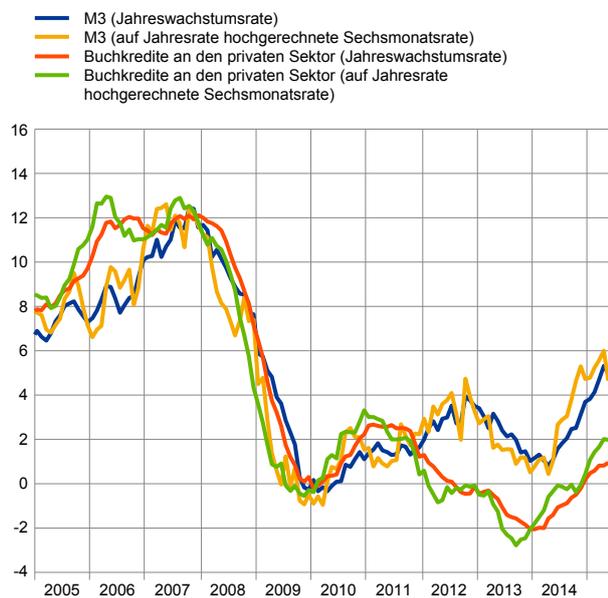
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Die monetäre Dynamik bleibt robust. Nach einer kräftigen Expansion von 5,3 % im April belief sich die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 im Mai auf 5,0 % (siehe Abbildung 9). Triebfeder des M3-Wachstums ist nach wie vor die robuste

Abbildung 9

Geldmenge M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2015.

jährliche Zunahme der Geldmenge M1, die sich weiter von 10,5 % im April auf 11,2 % im Mai beschleunigte. Die rege Ausweitung der täglich fälligen Einlagen lässt sich mit den niedrigen Opportunitätskosten der Haltung der liquidesten Finanzinstrumente erklären. Alles in allem deckt sich das solide jährliche M1-Wachstum damit, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet fortsetzt.

Die täglich fälligen Einlagen leisteten einen wesentlichen Beitrag zum M3-Wachstum. Die allgemein geringe Verzinsung monetärer Anlagen und die flache Zinsstrukturkurve veranlassen den geldhaltenden Sektor, innerhalb des weit gefassten Geldmengenaggregats Umschichtungen in täglich fällige Einlagen vorzunehmen. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen sind hingegen rückläufig, wie die jüngsten Daten belegen. Die marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb der Geldmenge M3 haben, wiesen mit 5,0 % weiterhin ein positives Wachstum auf. Maßgeblich hierfür war die Entwicklung der Geldmarktfondsanteile, bei denen sich die Zuflüsse seit

Mitte 2014 erholt haben, da sich auch die Erträge der Geldmarktfonds verglichen mit denen anderer kurzfristiger Vermögenswerte mit ähnlichen Merkmalen verbessert haben (siehe Kasten 5). Außerdem hat sich seit Jahresbeginn 2015 auch das Wachstum der MFI-Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Bestand des geldhaltenden Sektors beschleunigt.

Angekurbelt wird das Wachstum der weit gefassten Geldmenge durch Portfolioumschichtungen. Eine Prüfung der Gegenposten von M3 zeigt, dass die M3-Dynamik im Wesentlichen durch den Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten und in geringerem Maße durch einen zwar rückläufigen, doch weiterhin positiven Zufluss bei den Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets bestimmt wurde. Darüber hinaus leisteten die Kredite an den privaten Sektor zuletzt einen positiven Beitrag zum M3-Wachstum, nachdem sie die Geldmengendynamik in den vergangenen Jahren am stärksten gebremst hatten. Der jährliche Rückgang der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors beschleunigte sich im Mai 2015 weiter auf eine Rate von -6,8 % nach -5,7 % im ersten Quartal 2015. Der erhebliche Beitrag dieser Komponente zum M3-Wachstum hing insbesondere mit der flachen Zinsstrukturkurve zusammen, teilweise aber auch damit, dass die MFIs längerfristige Schuldverschreibungen durch Mittel ersetzten, die sie bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften aufgenommen hatten. Der Beitrag der Nettoauslandsforderungen der MFIs zum jährlichen M3-Wachstum war im Mai erneut rückläufig und verringerte sich damit weiter gegenüber dem Mitte 2014 verzeichneten Spitzenwert, blieb aber – gestützt durch einen beträchtlichen Überschuss in der Leistungsbilanz – positiv. Die schwächere Dynamik der

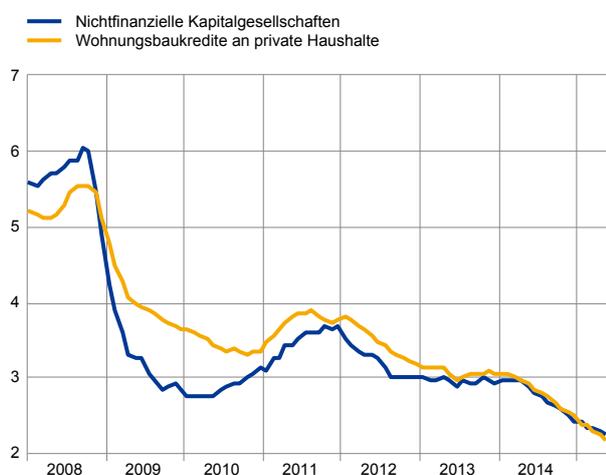
Nettoauslandsforderungen hängt in erster Linie damit zusammen, dass die Wertpapierankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) Portfolioumschichtungen zugunsten gebietsfremder Anlageinstrumente begünstigen, sodass zunehmende Nettokapitalabflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen verbucht werden.

Die Kreditdynamik hat sich erholt, bleibt aber vor allem bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gedämpft. Bei den MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate im Mai leicht auf 1,0 % (siehe Abbildung 9). Die allmähliche Belegung der Kreditvergabe betraf sowohl Ausleihungen an private Haushalte als auch Unternehmenskredite. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte stieg im Berichtsmonat marginal auf 1,4 % und lag damit über dem seit Sommer 2012 verzeichneten Durchschnitt von 0,5 %. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften legte indessen weiter auf 0,1 % zu (nach einem Tiefstand von -3,2 % im Februar 2014). Trotz dieser positiven Trends wird das Kreditwachstum noch immer durch die Konsolidierung der Bankbilanzen sowie die in einigen Sektoren und nationalen Bankensystemen bestehende Notwendigkeit zum weiteren Abbau der Verschuldung gedämpft.

Die Kreditzinsen der Banken gaben trotz der Korrektur, die sich im Mai an den Anleihenmärkten vollzog, weiter nach (siehe Abbildung 10). Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die Stärkung der Bankbilanzen und die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte allgemein haben einen Rückgang der zusammengesetzten Finanzierungskosten der Banken begünstigt, sodass sich diese inzwischen in der Nähe ihres historischen Tiefstands eingependelt haben. So beliefen sich etwa die Kosten der einlagenbasierten Refinanzierung der Banken des Euroraums im Mai auf 0,48 %. Marktbasiertere Refinanzierungsmöglichkeiten wurden im Mai weniger stark genutzt. Die Nettoemission von MFI-Schuldverschreibungen war weiterhin negativ, da die Banken aufgrund der anhaltenden Bilanzverkürzungen, der Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis und der Mittelaufnahme über die GLRGs einen geringeren Bedarf hatten, sich über die Begebung von Schuldverschreibungen zu refinanzieren. Seit der Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe im Juni 2014 haben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten nach und nach in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben. Die Zinsen für Unternehmenskredite waren im Mai abermals rückläufig. So verringerten sich die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Eurogebiets auf 2,24 % nach 2,79 % im Juni 2014. Auch die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gaben im Berichtsmonat nach; hier beliefen

Abbildung 10
Zusammengefasste Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Der Indikator der zusammengefassten Zinsen für Bankkredite errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens.

eingependelt haben. So beliefen sich etwa die Kosten der einlagenbasierten Refinanzierung der Banken des Euroraums im Mai auf 0,48 %. Marktbasiertere Refinanzierungsmöglichkeiten wurden im Mai weniger stark genutzt. Die Nettoemission von MFI-Schuldverschreibungen war weiterhin negativ, da die Banken aufgrund der anhaltenden Bilanzverkürzungen, der Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis und der Mittelaufnahme über die GLRGs einen geringeren Bedarf hatten, sich über die Begebung von Schuldverschreibungen zu refinanzieren. Seit der Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe im Juni 2014 haben die Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten nach und nach in Form von niedrigeren Kreditzinsen weitergegeben. Die Zinsen für Unternehmenskredite waren im Mai abermals rückläufig. So verringerten sich die zusammengefassten Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Eurogebiets auf 2,24 % nach 2,79 % im Juni 2014. Auch die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte gaben im Berichtsmonat nach; hier beliefen

sich die zusammengefassten Bankkreditzinsen auf 2,18 %, verglichen mit 2,87 % im Juni 2014. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum stiegen im Mai leicht an, nachdem sie sich zuvor auf einem historisch niedrigen Niveau gefestigt hatten. Sowohl die Eigenkapitalkosten als auch die Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung erhöhten sich im Mai und Juni, Letztere im Gefolge der Neubewertung am Staatsanleihenmarkt (siehe Abschnitt 2).

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2015 deutet auf weitere Verbesserungen bei den Kreditvergabebedingungen hin

(siehe die Umfrage unter: www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html). Im zweiten Quartal 2015 wurden die Kreditrichtlinien über alle Kreditkategorien hinweg – d. h. für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Wohnungsbaukredite an private Haushalte sowie Konsumentenkredite – per saldo erneut gelockert. Aus historischer Sicht sind die Kreditvergabestandards jedoch nach wie vor restriktiv. Die Lockerung der Richtlinien für Unternehmenskredite ergab sich aus einem stärkeren Wettbewerbsdruck unter den Banken, rückläufigen Refinanzierungskosten und einer verbesserten Bilanzlage der MFIs. Aus der Umfrage geht auch hervor, dass sich die Kreditnachfrage in allen Kategorien belebt hat. Eine wichtige Triebfeder hierbei war das allgemein niedrige Zinsniveau; die Kreditnachfrage der Unternehmen wurde indes zusätzlich durch einen höheren Mittelbedarf für Anlageinvestitionen geschürt.

Kasten 1

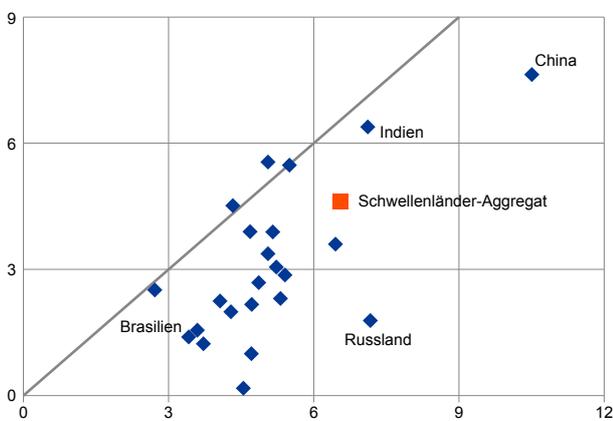
Gründe für die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern

Abbildung

BIP-Wachstum in den Schwellenländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

x-Achse: durchschnittliches BIP-Wachstum 2000-2007
y-Achse: durchschnittliches BIP-Wachstum 2012-2014



Quelle: Haver Analytics.

Anmerkung: Die Stichprobe umfasst Ägypten, Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, die Tschechische Republik, die Türkei, Ungarn und Venezuela. Beim Schwellenländer-Aggregat handelt es sich um einen BIP-gewichteten Durchschnitt der aufgeführten Länder.

Das Wachstum in den Schwellenländern hat sich seit dem Jahr 2010 abgeschwächt.

Der aggregierte jährliche BIP-Zuwachs dieser Volkswirtschaften dürfte den Erwartungen zufolge von gut 7 % im Jahr 2010 auf rund 4 % im laufenden Jahr zurückgehen; dies wäre ein deutlicher Rückgang gegenüber den zu Beginn des neuen Jahrhunderts verzeichneten Expansionsraten. Die Wachstumsverlangsamung war auf breiter Front zu beobachten: In 21 der 23 größten Schwellenländer waren die Zuwachsraten in den vergangenen drei Jahren durchschnittlich niedriger als vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise. In einigen Ländern kühlte sich die Konjunktur erheblich ab (siehe Abbildung). Die Schwellenländer sind ein bedeutender Wachstumsmotor der Weltwirtschaft und spielen eine wichtige Rolle als Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Eine stärkere wirtschaftliche Abschwächung in diesen Ländern würde daher das Wachstum der Weltwirtschaft und des Euroraums in Mitleidenschaft ziehen. Im vorliegenden Kasten werden

die der Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern zugrunde liegenden Faktoren untersucht. Hierzu gehört eine strukturelle Wachstumsabschwächung in einigen größeren Volkswirtschaften im Zusammenwirken mit zyklischen Faktoren wie Ansteckungseffekten der konjunkturellen Eintrübung in den Industrieländern, veränderte externe Finanzierungsbedingungen und ein restriktiverer finanzpolitischer Kurs.

Die jüngste Entwicklung ist zum Teil strukturell bedingt.

Das Potenzialwachstum der Schwellenländer wies im Vorfeld der weltweiten Finanzkrise einen Aufwärtstrend auf, der einer kräftigen Kapitalbildung und Produktivitätszuwachsen sowie einer günstigen demografischen Entwicklung zuzuschreiben war, sich seitdem aber abgeschwächt hat.

Die der Entwicklung des Potenzialwachstums zugrunde liegenden Faktoren unterscheiden sich von Land zu Land.

In China hat sich die Kapitalbildung nach Jahren kräftiger Investitionstätigkeit verlangsamt; dies hatte unter anderem Überkapazitäten und die Fehlallokation von Ressourcen zur Folge, was sich wiederum negativ auf die Produktivität auswirkte. Gleichzeitig schrumpft seit 2011 die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Die chinesischen Behörden haben

bekräftigt, dass die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht gebracht werden muss, um ein auf lange Sicht tragfähiges Wachstum sicherzustellen. In Russland belasten ungünstige demografische Entwicklungen ebenfalls das Wachstumspotenzial. Zudem werden seit Langem bestehende Hindernisse, die einem Anstieg der Investitionen und des Wachstums entgegenstehen, durch den Rückgang der Energiepreise und die internationalen Sanktionen noch verstärkt; zu nennen wären hier Infrastrukturengpässe und ein schlechtes Geschäftsklima, was über viele Jahre hinweg zu Kapitalabflüssen führte. In Brasilien wirkte sich die Verbilligung von Rohstoffen nachteilig auf die wichtigsten Ausfuhren des Landes aus, wodurch sich das Potenzialwachstum verringerte. Überdies ließen Vorschriften zu Infrastrukturinvestitionen und unzureichende Strukturreformen die Produktivität weiter auf einem niedrigen Niveau verharren. In Indien erweist sich das Potenzialwachstum indes als robuster, da die neue Regierung wirtschaftsfördernde Maßnahmen ergriffen hat; so wurden staatliche Infrastrukturinvestitionen beschleunigt, ein Inflationsziel eingeführt, preisverzerrende Subventionen abgeschafft und Schritte zur Verbesserung des Geschäftsklimas in die Wege geleitet.¹ Auch die demografische Entwicklung wirkt sich weiterhin positiv auf das Wachstum aus.

Zyklische Faktoren wie die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds waren ebenfalls für das langsamere Wachstum in den Schwellenländern verantwortlich.

Im Gefolge der globalen Finanzkrise entwickelten sich die fortgeschrittenen Volkswirtschaften gedämpft. Dies trug zusammen mit dem moderateren Wachstum in China dazu bei, dass das Wachstum des Welthandels seit 2011 unterhalb der historischen Durchschnittswerte liegt,² was im Ergebnis zu einer Drosselung der Konjunktur in den Schwellenländern geführt hat. In letzter Zeit mussten einige rohstoffexportierende Schwellenländer eine erhebliche Verschlechterung der Terms of Trade hinnehmen. Ausschlaggebend hierfür waren die sinkenden Rohstoffpreise, wobei die Notierungen für Energieerzeugnisse und Industriemetalle besonders stark zurückgingen. Die rohstoffimportierenden Schwellenländer profitierten dagegen von den niedrigeren Energiepreisen.

In einigen Ländern wirkte sich auch ein restriktiverer finanzpolitischer Kurs wachstumshemmend aus.

Unmittelbar nach Ausbruch der globalen Finanzkrise kamen in den Schwellenländern politische Hilfsmaßnahmen zum Tragen. So wurden die Investitionsausgaben in China im Rahmen einer allgemein expansiven Finanzpolitik deutlich erhöht. Begleitet wurde dies von einem akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Die niedrigen Realzinsen trugen in mehreren Schwellenländern zu einem raschen Kreditwachstum bei. In letzter Zeit wurden die Zinsen von einigen Zentralbanken jedoch wieder angehoben, da die Abwertung der jeweiligen Landeswährungen zu steigendem Inflationsdruck führte. Parallel dazu wurde die Finanzpolitik in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften gestrafft, um die während der Krise aufgezehrten Kapitalpolster wiederaufzubauen.

1 Siehe EZB, Die zunehmende Bedeutung der indischen Volkswirtschaft, Kasten 1, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4, Juni 2015.
2 Siehe EZB, Gründe für die Schwäche des Welthandels, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3, April 2015.

Die externen Finanzierungsbedingungen tragen dagegen weiterhin zum Wachstum in den Schwellenländern bei. Seit Beginn der Finanzkrise ist das globale Finanzierungsumfeld für Schwellenländer insgesamt günstig, da die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine akkommodierende Geldpolitik mit niedrigen Zinsen und umfangreichen Wertpapierkäufen betreiben. Infolgedessen verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften auch nach der Krise hohe Kapitalzuflüsse, außer in Zeiten erhöhter Risikoaversion, also während der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet und im Jahr 2013, als die Spekulationen über die geldpolitischen Absichten der US-amerikanischen Notenbank zunahmen.

Die zu erwartende Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten dürfte sich jedoch nachteilig auf die globalen Finanzierungsbedingungen auswirken und könnte Risiken für die Wirtschaftsaussichten der Schwellenländer bergen. Eine restriktivere Finanzpolitik in den USA und eine Aufwertung des US-Dollar gingen in der Vergangenheit oftmals mit zunehmenden Finanzmarkturbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften einher. Anders als in früheren Krisen verfügen diese Länder aber inzwischen zumeist über bessere gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen und flexiblere Wechselkurssysteme. Die im Jahr 2013 aufgekommenen Spekulationen über eine Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten führten jedoch zu einer großen Verkaufswelle bei Wertpapieren aus Schwellenländern. In einigen Ländern gaben die Währungen rapide nach, vor allem in Volkswirtschaften mit außenwirtschaftlichen Schwachstellen wie beispielsweise hohen Leistungsbilanzdefiziten oder starker Abhängigkeit von ausländischen Finanzierungsquellen. Hier besteht unter anderem das Risiko, dass eine steigende Auslandsverschuldung – insbesondere höhere auf US-Dollar lautende Verbindlichkeiten – manche Schwellenländer anfälliger macht, wenn es zu einer anhaltenden Verschlechterung der globalen Finanzierungsbedingungen kommt.

Insgesamt dürfte das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften auch künftig moderater ausfallen als vor der weltweiten Finanzkrise, und die Abwärtsrisiken dürften weiterhin überwiegen. Die weniger akkommodierenden Finanzierungsbedingungen im In- und Ausland lassen darauf schließen, dass die Wirtschaft in den Schwellenländern das verhaltenere Wachstumstempo der vergangenen Jahre beibehalten wird. Das Potenzialwachstum hat sich ebenfalls abgeschwächt, auch wenn in mehreren Schwellenländern einige vielversprechende Reformen durchgeführt wurden. Mit Blick auf die Zukunft könnten die konjunkturellen und strukturellen Belastungen der Wirtschaft einen noch stärkeren Einfluss haben als zum jetzigen Zeitpunkt angenommen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften spielen eine wichtige Rolle in der Weltwirtschaft. In Kaufkraftparitäten gerechnet lag ihr Anteil am weltweiten BIP bei 60 %, und seit dem Jahr 2000 erwirtschaften diese Länder durchschnittlich drei Viertel des globalen Wachstums. Eine ausgeprägtere konjunkturelle Abschwächung in den Schwellenländern würde das Wachstum der Weltwirtschaft und des Euroraums daher stark beeinträchtigen (siehe Kasten 5).

Kasten 2

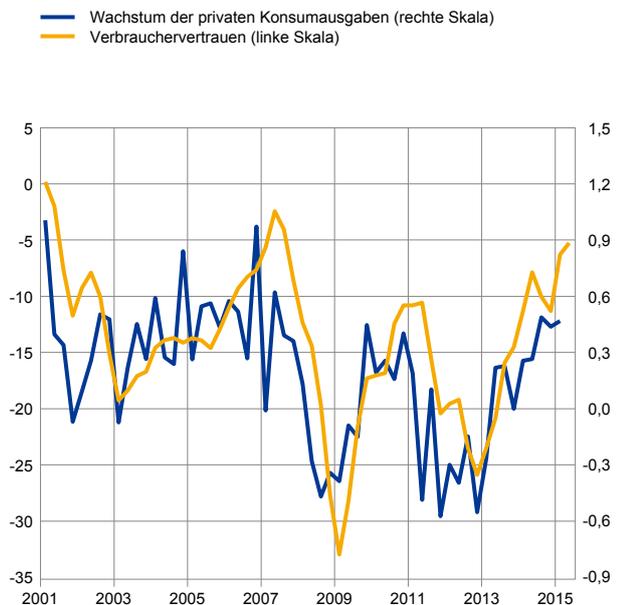
Besitzt das Verbrauchervertrauen Vorhersagekraft im Hinblick auf die privaten Konsumausgaben?

Das Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet ist seit Ende 2014 deutlich gestiegen. Die Stimmung der Verbraucher im Euroraum ist trotz der jüngsten Eintrübung weiterhin gut (siehe Abbildung A). Der Vertrauenszuwachs scheint mit der sich aufhellenden Lage am Arbeitsmarkt sowie mit dem dank gesunkener Energiepreise höheren real verfügbaren Einkommen zusammenzuhängen.¹

Es gibt Hinweise darauf, dass das Verbrauchervertrauen Vorlaufeigenschaften in Bezug auf das Konsumwachstum besitzt. Der Indikator für das Verbrauchervertrauen ist eng mit dem aktuellen und zukünftigen vierteljährlichen

Abbildung A
Verbrauchervertrauen und Wachstum der privaten Konsumausgaben

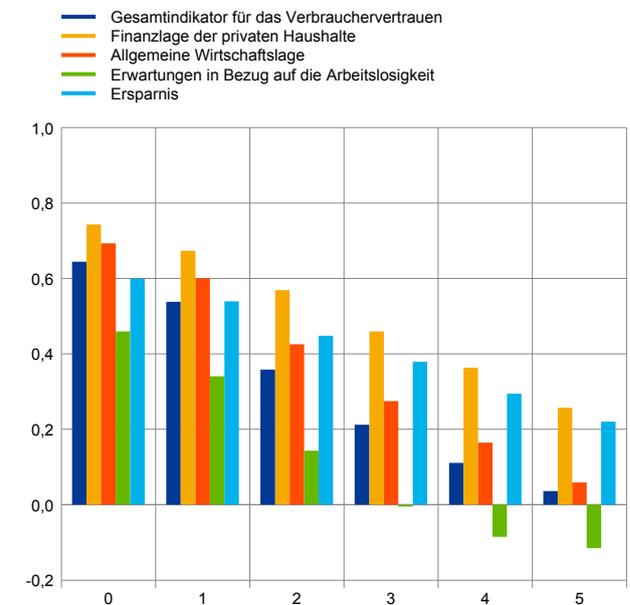
(Veränderung gegen Vorquartal in %; Antwortsalden)



Quelle: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015 (Verbrauchervertrauen) bzw. auf das erste Quartal 2015 (Wachstum der privaten Konsumausgaben).

Abbildung B
Korrelation zwischen Verbrauchervertrauen und aktuellem und zukünftigem Wachstum der privaten Konsumausgaben

(x-Achse: Vorlauf gegenüber Konsumententwicklung in Quartalen)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Korrelationen werden auf Basis des vierteljährlichen Konsumwachstums und der Antwortsalden errechnet. Referenzzeitraum ist 1996 bis 2014.

¹ Siehe EZB, Gründe für den Anstieg des Verbrauchervertrauens, Kasten 3, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3, April 2015.

Wachstum der privaten Konsumausgaben korreliert (siehe Abbildung B). Zwar lässt sich daraus nicht zwingend ein Kausalzusammenhang ableiten, doch zeigt dies, dass die Stimmungslage der Verbraucher eine gute Messgröße für die Beurteilung der Konsumententwicklung ist.

Einige Fragen, die dem Indikator für das Verbrauchervertrauen zugrunde liegen, besitzen sogar eine größere Vorhersagekraft im Hinblick auf das Konsumwachstum als der Indikator selbst.^{2,3} Die Frage nach der persönlichen finanziellen Situation der Verbraucher weist eine deutlich höhere Korrelation mit der künftigen Entwicklung der Konsumausgaben im Eurogebiet auf als der Gesamtindikator für das Verbrauchervertrauen. Dies gilt insbesondere bei einem Vorlauf von mehreren Quartalen (siehe Abbildung B). Es erscheint durchaus nachvollziehbar, dass die „mikroökonomischen“ Fragen zur persönlichen Finanzlage der Teilnehmer eine höhere Prognosekraft in Bezug auf das Konsumwachstum besitzen, da die Befragten in der Regel besser über ihre eigene Situation informiert sein dürften als über die allgemeine Wirtschaftslage. Aus Abbildung B geht hervor, dass die Korrelationen zwischen den „mikroökonomischen“ Fragen und der Konsumententwicklung auch bei einem Vorlauf von mehreren Quartalen relativ stark bleiben.

Der empirischen Evidenz zufolge spiegeln Veränderungen des Verbrauchervertrauens hauptsächlich Informationen wider, die auch in den herkömmlichen Bestimmungsfaktoren der Konsumententwicklung enthalten sind. Es gibt im Wesentlichen zwei gegensätzliche Theorien über die Bedeutung von Vertrauen in der Makroökonomie: das Konzept der „Animal Spirits“ und das „Informationskonzept“. Die Theorie der „Animal Spirits“ besagt, dass unabhängige Stimmungsänderungen einen kausalen Effekt auf die Wirtschaftsaktivität haben. Dem „Informationskonzept“ zufolge resultiert die Korrelation zwischen Messgrößen des Verbrauchervertrauens und der künftigen Konsumententwicklung daraus, dass Stimmungsindikatoren grundlegende Informationen über die aktuelle und zukünftige Konjunkturlage enthalten, die sich auch in anderen makroökonomischen Variablen wiederfinden. Die für den Euroraum vorliegenden Daten stützen mehrheitlich die zweite Theorie, wonach die Vorhersagekraft des Verbrauchervertrauens von Informationen herrührt, die sich auch aus herkömmlichen Bestimmungsfaktoren des Konsums gewinnen lassen. Da einige dieser Determinanten jedoch nur mit zeitlicher Verzögerung beobachtbar sind, können das Verbrauchervertrauen und seine Teilkomponenten tatsächlich nützliche Informationen über die künftige Konsumententwicklung liefern.⁴

2 Die vier Fragen, die zur Berechnung des Indikators für das Verbrauchervertrauen herangezogen werden, beziehen sich auf die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich der Entwicklung der Arbeitslosigkeit, der allgemeinen Wirtschaftslage, ihrer persönlichen finanziellen Situation und ihrer persönlichen Sparmöglichkeiten in den kommenden zwölf Monaten. Da die Antworten zur Arbeitslosigkeit und zur allgemeinen Wirtschaftslage viel stärker schwanken, erhalten sie im Indikator eine deutlich höhere Gewichtung. Es lässt sich daher nicht ausschließen, dass bestimmte Fragen im Rahmen der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission für die Vorhersage der zukünftigen Konsumententwicklung besser geeignet sind als der Indikator für das Verbrauchervertrauen insgesamt.

3 Siehe A. Jonsson und S. Lindén, The quest for the best consumer confidence indicator, in: European Economy – Economic Papers, Nr. 372, 2009, und Europäische Kommission, Evaluation of the Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys, 2012.

4 Siehe EZB, Vertrauensindikatoren und Konjunkturentwicklung, Monatsbericht Januar 2013.

Das Verbrauchervertrauen kann ein wichtiger Vorlaufindikator sein, weil es zeitnah Informationen über die aktuelle und zukünftige Konsumententwicklung liefert. Der Indikator steht in der Regel schon mehrere Wochen, bevor Daten zu den wichtigsten Bestimmungsfaktoren des privaten Verbrauchs (z. B. zum verfügbaren Einkommen) veröffentlicht werden, zur Verfügung. Daher kann es für politische Entscheidungsträger von Nutzen sein, die Entwicklung des Verbrauchervertrauens zu beobachten.

Kasten 3

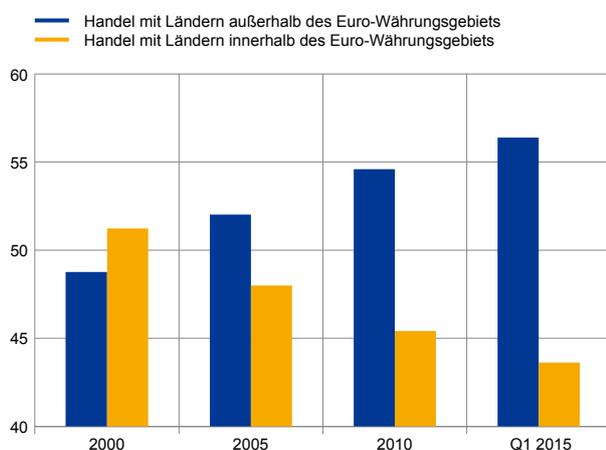
Jüngste Entwicklung des Außenhandels des Euro-Währungsgebiets: die Rolle der Schwellenländer

Der Außenhandel des Euro-Währungsgebiets hat in den vergangenen 15 Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Zu Beginn des neuen Jahrtausends entfiel der Großteil des gesamten Handels des Euroraums auf Transaktionen der Euro-Länder untereinander. Infolgedessen war vor allem die binnenwirtschaftliche Entwicklung im Eurogebiet für den Handel ausschlaggebend. Seit Mitte des letzten Jahrzehnts ist jedoch eine stärkere Abhängigkeit von der weltwirtschaftlichen Entwicklung zu beobachten. Grund hierfür ist der gestiegene Anteil des Handels mit Drittländern, der sich im ersten Quartal 2015 auf mehr als 55 % belief (siehe Abbildung A). Zurückzuführen ist dies auf die rasche Zunahme der Globalisierung im neuen Jahrtausend und auf den Beitritt weiterer Länder, insbesondere Chinas, zur Welthandelsorganisation, was den Exporteuren aus dem Eurogebiet neue Märkte erschlossen hat.

Im Gegensatz zur Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet hat sich die Auslandsnachfrage nach der Krise schnell erholt. Die inländische Nachfrage wurde seit 2009 durch Bilanzanpassungen im privaten Sektor, den Fremdkapitalabbau und die Kreditbeschränkungen der Banken sowie die in einigen Euro-Ländern vorherrschenden restriktiven Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt. Darüber hinaus führte die Staatsschuldenkrise von 2012 zu erhöhter

Abbildung A
Handel mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets

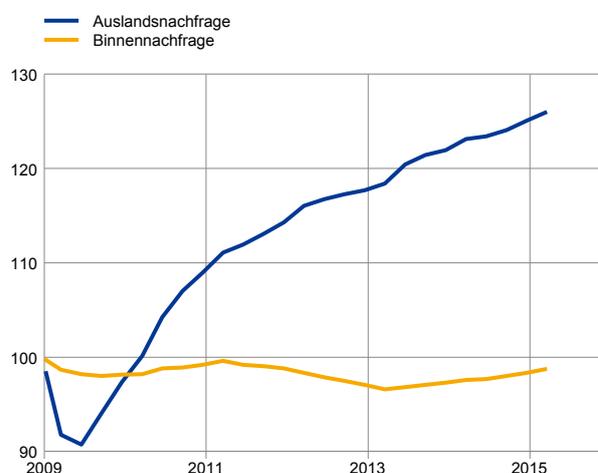
(Anteil am gesamten Handel des Euro-Währungsgebiets in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Begriff „Handel“ umfasst sowohl Einfuhren als auch Ausfuhren.

Abbildung B
Auslands- und Binnennachfrage

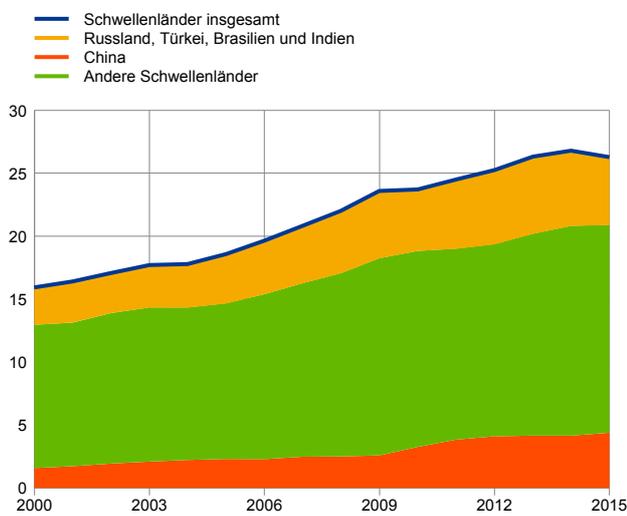
(Index: Q4 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung C Ausfuhren in Schwellenländer

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



Quellen: Direction of Trade Statistics des IWF und EZB-Berechnungen.

Unsicherheit und hatte negative Auswirkungen auf das Verbrauchervertrauen und die Investitionsausgaben. Aufgrund dieser Belastungsfaktoren hatte die Binnennachfrage im ersten Quartal 2015 trotz steigender Tendenz immer noch nicht wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht. Dagegen erholte sich die Auslandsnachfrage nach der Krise rasch (siehe Abbildung B) und liegt inzwischen rund 25 % über ihrem Ende 2008 verzeichneten Stand. Allerdings hat sich die Steigerungsrate der Auslandsnachfrage im Eurogebiet seit Anfang 2011 im Einklang mit dem schwächeren Welthandelwachstum etwas verlangsamt.

Die Exporte des Euro-Währungsgebiets in Schwellenländer haben stetig zugenommen.

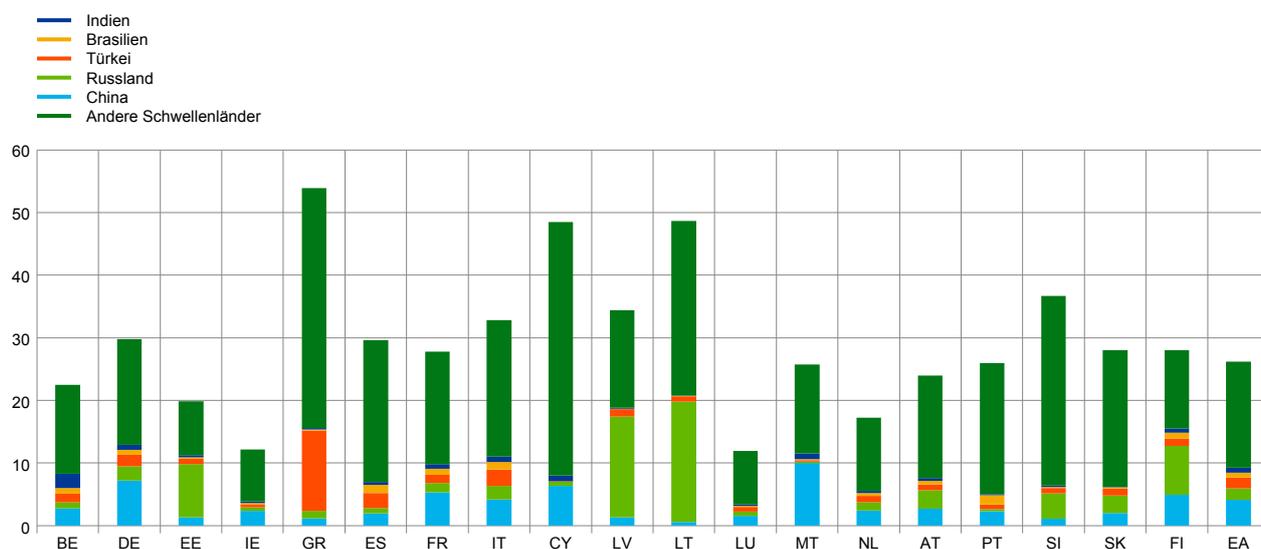
Ein Großteil der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums ist für fortgeschrittene Volkswirtschaften innerhalb der Europäischen Union sowie für andere europäische Länder bestimmt. Zudem entfallen rund 14 % des Außenhandels des Eurogebiets auf die

Vereinigten Staaten. Der Anteil der Schwellenländer an den gesamten Exporten des Euroraums ist im Zeitverlauf kontinuierlich gestiegen, und zwar von 16 % im Jahr 2000 auf gut 25 % im Jahr 2011 (siehe Abbildung C). Seither liegt dieser Anteil weitgehend stabil bei rund 26 %. Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften ist China das Hauptexportziel, gefolgt von Russland und der Türkei.

Der Anteil der fünf wichtigsten Handelspartner aus den Schwellenländern an den Exporten aus dem Euro-Währungsgebiet liegt bei rund 10 %. Somit

Abbildung D Abhängigkeit von den Exportmärkten der Schwellenländer

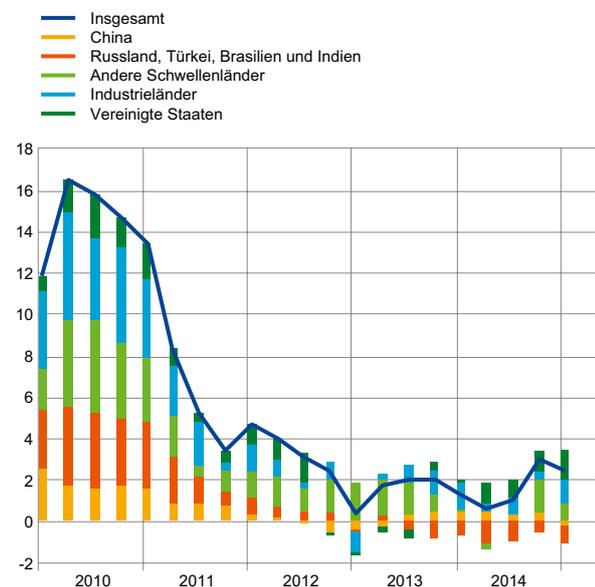
(wertmäßiger Anteil an den gesamten Ausfuhren in %; Q4 2014)



Quellen: Direction of Trade Statistics des IWF und EZB-Berechnungen.

Abbildung E Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro- Währungsgebiets

(Wachstum gegenüber Vorjahr; Beiträge zum Wachstum in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

ist die Abhängigkeit von den Exportmärkten der fünf wichtigsten Handelspartner aus der Gruppe der Schwellenländer (China, Russland, Türkei, Brasilien und Indien) auf Ebene des Euroraums wie auch auf Länderebene nicht unerheblich (siehe Abbildung D). Dies trifft vor allem auf die baltischen Staaten, Finnland und Griechenland zu. In den Ländern des Baltikums und in Finnland macht der Handel mit Russland etwa 10 % der Ausfuhren insgesamt aus. In Griechenland entfallen 13 % der gesamten Ausfuhren auf die Türkei. Sollte sich bei einigen der wichtigsten Handelspartner aus den Schwellenländern die Konjunktur weiter abschwächen, könnte das für diese Volkswirtschaften eine Verringerung der Exporte und somit des eigenen Wirtschaftswachstums bedeuten, wobei deren Ausmaß auch von den binnenwirtschaftlichen Bedingungen sowie von der Widerstandsfähigkeit der jeweiligen Exportindustrie abhängig wäre.

In letzter Zeit ist der Beitrag der Schwellenländer zum Wachstum der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets gesunken.

Seit Ende 2013 haben die fünf wichtigsten Handelspartner aus der Gruppe der Schwellenländer einen negativen Beitrag geleistet, was vor allem durch die anhaltende Schwäche in Russland und Brasilien bedingt war. Der Beitrag Chinas zum Wachstum der Exporte in Drittländer kehrte sich im ersten Quartal 2015 ins Negative (siehe Abbildung E). Während sich das Wachstum in den Schwellenländern abschwächte, erhöhten fortgeschrittene Volkswirtschaften wie die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich ihre Einfuhren aus dem Euroraum, da die Binnennachfrage in diesen Ländern wieder leicht anzog. Infolgedessen stieg der Anteil der Vereinigten Staaten an den Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer in den vergangenen drei Jahren von 12 % im Jahr 2012 auf 14 % in den ersten Monaten des Jahres 2015. Dennoch hat die stärkere Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und anderen Industrieländern die geringere Wachstumsdynamik in den Schwellenländern seit Anfang 2015 nicht vollständig ausgeglichen. Die jüngsten Angaben für April 2015 weisen auf eine weiterhin schwache Entwicklung der Ausfuhren nach China, Russland und Brasilien hin. Die Vereinigten Staaten hingegen stützten auch im April das Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums.

Angesichts der Wachstumsabschwächung in den Schwellenländern muss das Euro-Währungsgebiet darauf vertrauen, dass das Exportwachstum in nächster Zeit von den Industrieländern angetrieben wird.

Kasten 4

Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht?

Abbildung A
HVPI-Inflation des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die seit Februar 2015 verzeichnete Kehrtwende bei der Teuerung nach dem HVPI insgesamt ergibt sich bislang vor allem aus den Energie- und Nahrungsmittelpreisen; in jüngster Zeit hat aber auch die Inflation ohne diese Komponenten angezogen.

In Bezug auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie (HVPI-Kerninflation), die häufig zur Messung der zugrunde liegenden Inflationsentwicklung herangezogen wird, tritt die Kehrtwende allerdings weniger deutlich zutage. Die HVPI-Kerninflation betrug im Juni 0,8 % und war damit geringfügig niedriger als im Mai (0,9 %), lag aber über ihrem im März und April verbuchten historischen Tiefstand von 0,6 % (siehe Abbildung A). Im Blickpunkt des vorliegenden Kastens stehen der jüngste Anstieg der HVPI-Kerninflation sowie eine Reihe weiterer Indikatoren, anhand deren

beurteilt werden soll, ob eine Aufwärtsbewegung der Kerninflation vorliegt.

Die zuletzt höheren HVPI-Kerninflationen spiegeln ein Zusammenspiel persistenter und temporärer Faktoren wider. Unter persistenten Faktoren sind jene zu verstehen, die die Teuerung nachhaltig verändern, wohingegen temporäre Faktoren lediglich eine vorübergehende Inflationsbewegung auslösen, z. B. Kalendereinflüsse. Im Rahmen der Identifizierung einer Kehrtwende bei der Teuerung müssen beide Faktortypen berücksichtigt werden. Einige dieser Faktoren lassen sich auf Ebene der HVPI-Kerninflation insgesamt prüfen, während sich bei anderen ein Blick auf tiefer gegliederte Daten innerhalb der HVPI-Kerninflation anbietet, da deren Komponenten tendenziell unterschiedlich stark von persistenten und temporären Faktoren beeinflusst werden.

Kräftige Ölpreisschwankungen können aufgrund ihrer indirekten Effekte das Signal für die Entwicklung der HVPI-Kerninflation verzerren. Derartige entlang der Produktions- und Preiskette wirkende indirekte Effekte beeinflussen die im HVPI-Kerninflationenindex erfassten Preise der Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie der Dienstleistungen. Drastische Ölpreisänderungen können zu Schwankungen bei der HVPI-Kerninflation führen, die nicht durch eine allgemeine und anhaltende Änderung der Kerninflation bedingt sind. Laut den bisherigen Studien¹ erreichen durch Ölpreisänderungen verursachte indirekte Effekte auf die HVPI-Kerninflation erst im zweiten Jahr nach einem Schock ihren Höchststand und kommen daher wesentlich

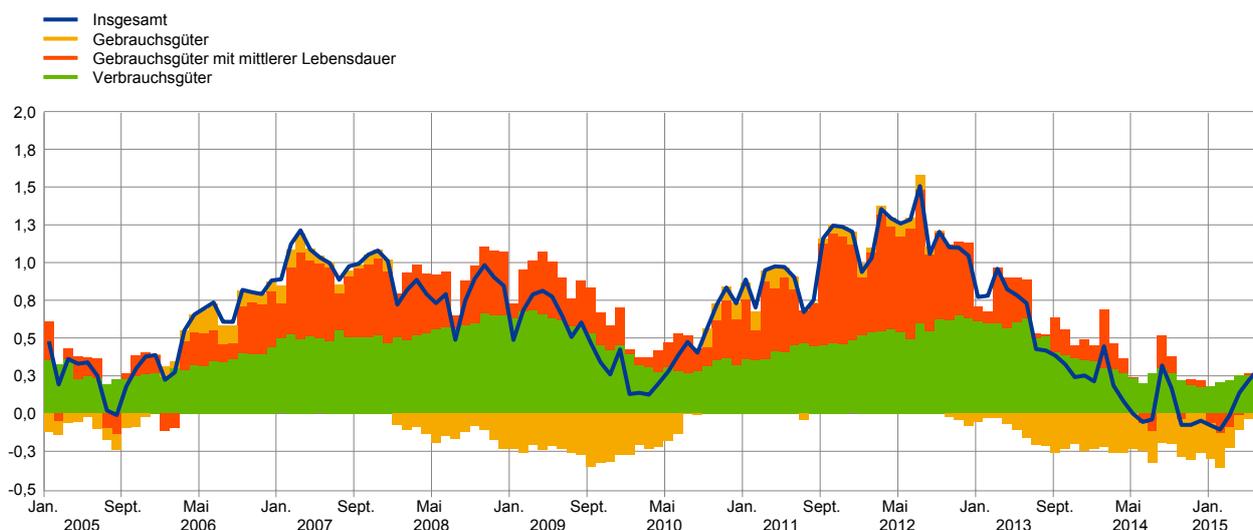
¹ Siehe beispielsweise Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 113, Juni 2010.

langsamer zum Tragen als die direkten Effekte. Derzeit ist somit davon auszugehen, dass der bis Januar 2015 verzeichnete drastische Rückgang der Ölpreise nach wie vor einen Abwärtsdruck auf die HVPI-Kerninflation ausübt; hingegen ist es unwahrscheinlich, dass die teilweise Umkehrung dieses Rückgangs in den letzten Monaten die HVPI-Kerninflation bereits hat ansteigen lassen. Daraus folgt, dass die im Mai und Juni leicht erhöhten HVPI-Kerninflationen nicht auf einen potenziellen temporären Aufwärtsdruck aufgrund der Ölpreisentwicklung zurückzuführen waren.

Abbildung B

Teuerung nach dem HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie und dessen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten sind um statistische Änderungen bei der 2010 und 2011 eingeführten Berechnung saisonaler Erzeugnisse bereinigt.

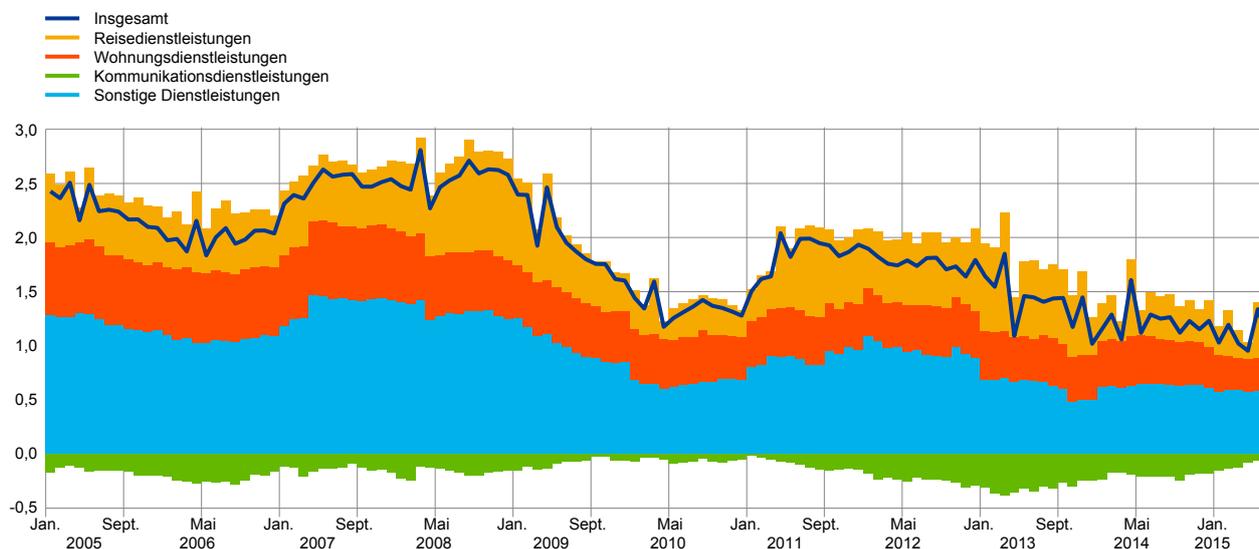
Der Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie hat sich in den letzten Monaten aufgrund eines Anstiegs der weniger volatilen Preiskomponenten stetig beschleunigt.

Vorangegangene Aufwärtsbewegungen bei der Teuerung der Industrierzeugnisse ohne Energie waren häufig durch temporäre Schwankungen der Preise für Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer bedingt, was mit der veränderten zeitlichen Lage oder Intensität der Schlussverkaufphasen bei Bekleidung binnen Zwölfmonatsfrist in Zusammenhang stand (wie z. B. im Februar und August 2014). Allerdings kam es im Rahmen der jüngsten Zunahme in jedem der vier zurückliegenden Monate zu Steigerungen (von -0,1 % im Februar 2015 auf 0,3 % im Juni); zudem war die Verteuerung der Industrierzeugnisse ohne Energie über die einzelnen Komponenten hinweg recht breit gestreut (siehe Abbildung B). Die Änderungsrate der Preise für Gebrauchsgüter hat sich am stärksten erhöht (und zwar um 1 Prozentpunkt seit November 2014), wofür hauptsächlich Positionen wie Pkw- und Möbelpreise verantwortlich waren. Diese Steigerungen stehen in Einklang mit dem Konsumzuwachs bei Gebrauchsgütern, der in den zurückliegenden Jahresvierteln beobachtet wurde, und mit dem drastischen Anstieg der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel. Zur letztgenannten Entwicklung kam es nach der in den zurückliegenden Quartalen beobachteten Abwertung des Euro und vor allem seit Beginn dieses Jahres, wobei weitere verzögerte Aufwärtseffekte zu erwarten sind.

Abbildung C

Teuerung nach dem HVPI für Dienstleistungen und dessen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Im Gegensatz dazu spiegelt die Entwicklung des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen in der jüngeren Zeit lediglich Schwankungen wider, ohne dass Hinweise auf einen Anstieg des persistenteren Anteils vorliegen.

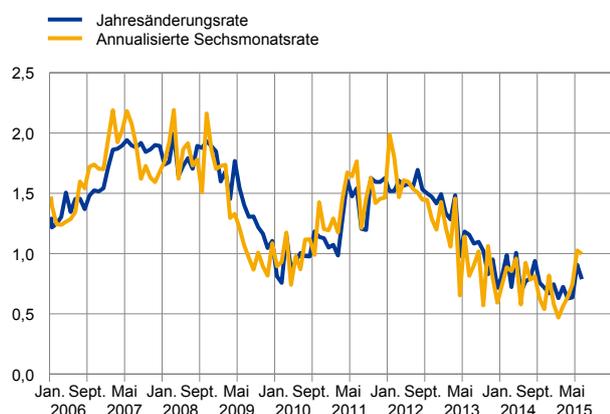
Zurückzuführen war dies unter anderem auf die Tatsache, dass Komponenten, die üblicherweise eine persistenterer Entwicklung durchlaufen, nun unterschiedliche Trends aufweisen. Der Preisauftrieb bei den Kommunikationsdienstleistungen nahm in den letzten drei Quartalen einen deutlich weniger negativen Verlauf, wodurch ein lang anhaltender Abwärtstrend bei der Teuerung im Zusammenhang mit Wohnungsdienstleistungen weitgehend ausgeglichen wurde. Der große Bereich

der unter der Komponente „Sonstige“ gebündelten Positionen blieb in den zurückliegenden 18 Monaten mehr oder weniger stabil auf niedrigem Inflationsniveau. Die volatilere Positionen, z. B. im Zusammenhang mit Reisedienstleistungen, blieben hinter dem Schub zurück, der beim Preisauftrieb bei Dienstleistungen im Mai 2015 verzeichnet wurde, da die Preise für Dienstleistungen wie Flug- und Pauschalreisen stark von dem gegenüber 2014 unterschiedlichen Termin der Pfingstferien im Jahr 2015 beeinflusst wurden (siehe Abbildung C).

Abbildung D

Kurzfristige Messgrößen der Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; annualisierte Sechsmonatsrate in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

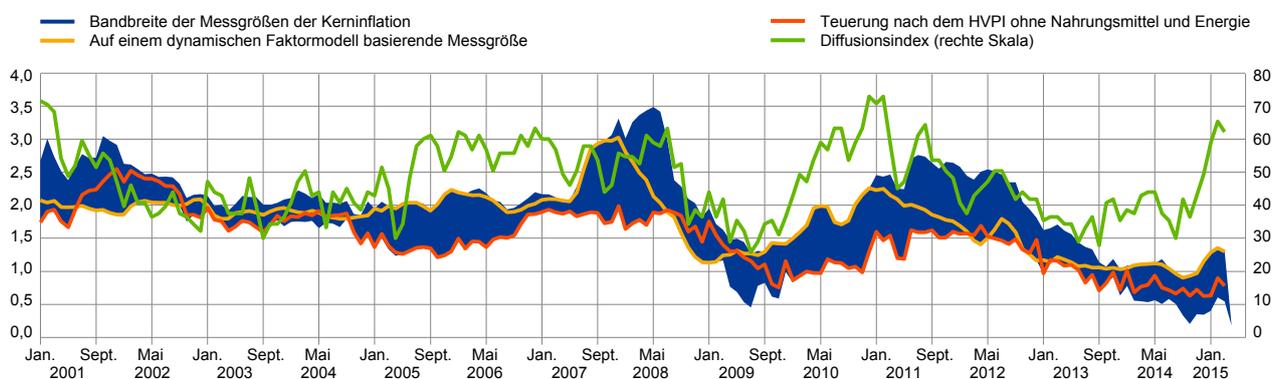
Anmerkung: Annualisierte Wachstumsraten basieren auf saisonbereinigten Daten.

Kurzfristige Messgrößen der HVPI-Kerninflation deuten auf einen nachhaltigeren Anstieg hin, liefern aufgrund ihrer bisherigen Volatilität jedoch nur schwache Belege für einen Wendepunkt.

Werden Wendepunkte anhand der Entwicklung von Jahresänderungsrate und nicht anhand der monatlichen Veränderungen saisonbereinigter Daten identifiziert,

Abbildung E Messgrößen der Kerninflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Anteil)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Diffusionsindex wird als Anteil individueller HVPI-Positionen, deren Jahresänderungsrate in den letzten drei Monaten gestiegen ist, berechnet.

besteht die Gefahr, dass eine Erhöhung des Preisniveaus nur mit Verzögerung festgestellt wird. Da monatliche Veränderungen jedoch tendenziell sehr volatil sind und somit keine eindeutigen Hinweise auf Wendepunkte liefern können, wäre eine zusätzliche Messgröße wie beispielsweise die annualisierte Sechsmonatsrate der HVPI-Kerninflation in der Lage, sowohl zeitnahe als auch deutlichere Signale für Wendepunkte auszusenden. Diese Messgröße verzeichnet seit Jahresbeginn eine relativ persistente Zunahme, lässt jedoch nach wie vor eine erhebliche Volatilität erkennen, weshalb sich nur schwer der Schluss ziehen lässt, dass der jüngste Anstieg tatsächlich mit einem konjunkturellen Wendepunkt in Zusammenhang steht (siehe Abbildung D). Einen formaleren Ansatz hierzu bietet eine üblicherweise zur Bewertung des Konjunkturzyklus dienende Messgröße, nämlich das „MCD-Maß“². Angewendet auf die annualisierten Sechsmonatsraten der HVPI-Kerninflation deutet diese Größe darauf hin, dass eine in eine bestimmte Richtung laufende Entwicklung im Durchschnitt sieben bis acht Monate lang beobachtet werden sollte um festzustellen, ob das Signal, welches einen Wendepunkt des Konjunkturzyklus nahelegt, stärker ist als das kurzfristige Rauschen in den statistischen Datenreihen. Daraus folgt, dass der jüngste Anstieg vor allem wegen der vorgenannten Kalendereffekte der letzten Zeit mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren ist.

Andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich ebenfalls im Einklang mit der HVPI-Kerninflation erhöht, und einige von ihnen wiesen in den vergangenen Monaten signifikante Steigerungen auf. Die HVPI-

Kerninflation beinhaltet noch immer volatile Komponenten wie Pauschalreisen, die es schwierig machen, Signale für einen Wendepunkt zu einem bestimmten Zeitpunkt zu erkennen. Um festzustellen, ob der Anstieg der HVPI-Kerninflation allgemeinerer Natur ist, gilt es, diesen anhand der Entwicklung anderer Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gegenzuprüfen. Neben den Messgrößen, die dauerhaft dieselben Positionen unberücksichtigt lassen, schließen einige andere Messgrößen bestimmte Positionen anhand statistischer Kriterien aus (z. B. getrimmte Mittelwerte, bei

2 Eine genauere Erläuterung zur Berechnung der „months for cyclical dominance“, des sogenannten MCD-Maßes, findet sich in: EZB, Identifikation zyklischer Signale aus Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet, Kasten 9, Monatsbericht Mai 2012.

denen der Einfluss der Positionen mit der höchsten und niedrigsten Inflationsrate herausgerechnet wird) oder bedienen sich ökonometrischer Methoden, um über das Spektrum der einzelnen Preisreihen hinweg die gemeinsame Komponente zu extrahieren. Bei Betrachtung einer breiten Palette solcher Indikatoren³ zeigt sich, dass diese im Juni 2015 allesamt auf einem höheren Niveau lagen als im März desselben Jahres (siehe Abbildung E). Zudem haben sich zwei Messgrößen gegenüber ihrem Stand vom Jahresbeginn deutlich erhöht. Die erste basiert auf einem dynamischen Faktormodell, das die gemeinsamen und persistenten Faktoren der Inflationsraten in den einzelnen Ländern sowie HVPI-Positionen⁴ erfasst und im historischen Vergleich Vorlaufeigenschaften für die HVPI-Kerninflation besitzt. Die zweite Messgröße ist ein Diffusionsindex, mit dem festgestellt werden soll, inwieweit Veränderungen der Inflationsrate breit angelegt sind und nicht nur auf einer begrenzten Anzahl von Komponenten beruhen. Dieser Indikator weist auf eine gegenüber Januar 2015 merkliche Zunahme des ungewichteten Anteils der HVPI-Positionen hin, deren Jahresänderungsrate in den vergangenen drei Monaten gestiegen ist.

Insgesamt haben sich die verfügbaren Messgrößen und Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation ausgehend von einem niedrigen Niveau und im Einklang mit der Entwicklung der HVPI-Kerninflation, wie sie in den jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems vorhergesagt wurde, erhöht. Diese Projektionen gehen von einer allmählichen Zunahme der HVPI-Kerninflation im Jahresverlauf 2015 aus; maßgeblich hierfür sind die Auswirkungen der rückläufigen Unterauslastung der Wirtschaft auf die Löhne und Gewinne sowie der niedrigere Euro-Wechselkurs und der indirekte Einfluss der erwarteten Rohstoffverteuerung. Gleichwohl ist es angesichts der bislang verzeichneten Raten noch immer zu früh, um im statistischen Sinne von einem Wendepunkt bei der Kerninflation sprechen zu können. Um festzustellen, ob das einen derartigen Wendepunkt anzeigende Signal stark genug ist, bedarf es weiterer Daten.

3 Die auf permanentem Ausschluss basierenden Messgrößen umfassen die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, die Teuerung nach dem HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie sowie die Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie; zu den auf statistischem Ausschluss basierenden Messgrößen gehören 10%ig und 30%ig getrimmte Mittelwerte und der Median (100%ig getrimmter Mittelwert).

4 Dieser Indikator ist von der Methodik abgeleitet, die eingeführt wurde in: R. Cristadoro, M. Forni, L. Reichlin und G. Veronese, A Core Inflation Indicator for the Euro Area, in: Journal of Money, Credit and Banking, Nr. 37, 2005, S. 539-560.

Kasten 5

Auswirkungen der negativen Kurzfristzinsen auf die Geldmarktfonds

Die anhaltende Phase niedriger – und zuletzt negativer – kurzfristiger Zinssätze stellt den Sektor der Geldmarktfonds vor Herausforderungen.¹

Die niedrigen Renditen dämpfen die Nachfrage nach den entsprechenden Fonds und lassen das Gesamtvolumen dieses Sektors schrumpfen. Allerdings scheint sich die Lage seit Mitte 2014 stabilisiert zu haben, und bei den in M3 enthaltenen Geldmarktfondsanteilen sind wieder Zuflüsse zu verzeichnen. Der vorliegende Kasten gibt einen Überblick über die aktuellen Entwicklungen des Sektors und untersucht vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds die Veränderungen bei den Geldmarktfondsrenditen.

Die Emission von Anteilen gebietsansässiger Geldmarktfonds an den geldhaltenden Sektor des Euro-Währungsgebiets nimmt seit Mitte 2014 wieder zu, nachdem sie lange Zeit rückläufig gewesen war.

Aus Abbildung A geht hervor, dass sich die jährlichen Ströme von Geldmarktfondsanteilen an den geldhaltenden Sektor im Euroraum von -33 Mrd € Ende Juni 2014 auf 32 Mrd € Ende Mai 2015 erhöht haben. Die Abbildung stellt auf die Entwicklung in Frankreich, Irland und Luxemburg ab, da diese Länder für mehr als 95 % der Gesamtaktiva aller Geldmarktfonds im Eurogebiet verantwortlich sind. Es wird ersichtlich, dass die jährlichen Mittelströme seit Mitte vergangenen Jahres in allen Ländern generell zugenommen haben und die entsprechenden Raten seit Anfang 2015 insgesamt positiv sind, wodurch das Wachstum der Geldmenge M3 zusätzlich gestützt wird.

Was die wichtigsten Forderungen und Verbindlichkeiten der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Geldmarktfonds betrifft, so wurden im zweiten Halbjahr 2014 mehr Anteile an Gebietsfremde als an Gebietsansässige begeben; zugleich war in diesem Zeitraum eine Zunahme der von Geldmarktfonds gehaltenen ausländischen Schuldverschreibungen zu beobachten (siehe Abbildung B).

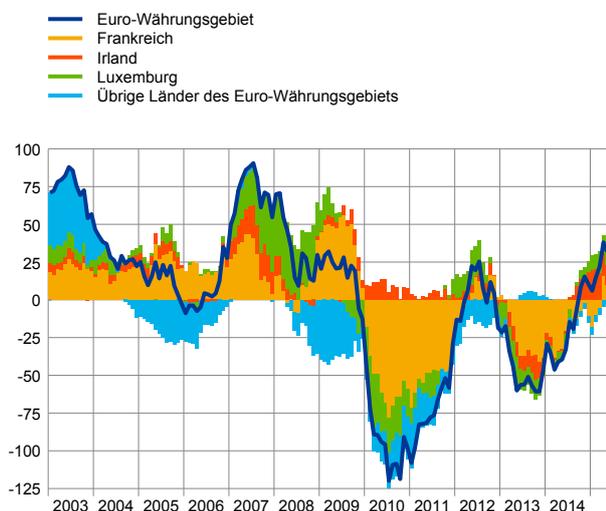
Geldmarktfonds in Irland und Luxemburg konzentrieren sich überwiegend auf Ansässige außerhalb des Eurogebiets, wohingegen der entsprechende Sektor in Frankreich im Wesentlichen die Funktion eines inländischen Intermediärs ausübt. Die von MFIs im Euroraum emittierten Schuldverschreibungen im Bestand der Geldmarktfonds sanken von 280 Mrd € Ende des zweiten Quartals 2014 auf 263 Mrd € Ende des ersten Jahresviertels 2015. Obwohl diese Entwicklung weitgehend mit der in diesem Zeitraum rückläufigen Gesamtemission von MFI-Schuldverschreibungen im Einklang steht, liegt der aktuelle Anteil der von Geldmarktfonds gehaltenen ausstehenden MFI-Schuldverschreibungen mit rund 6 % nach wie vor unter dem bis Ende 2010 verzeichneten Niveau (rund 8 %).

¹ Gemäß EZB-Definition handelt es sich bei einem Geldmarktfonds um einen Investmentfonds, der hauptsächlich in Geldmarktpapiere bzw. in sonstige übertragbare Schuldtitel mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr investiert und/oder eine Rendite in der Nähe der Geldmarktzinsen anstrebt.

Abbildung A

Von Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet begebene, in M3 enthaltene Fondsanteile

(in Mrd €, jährliche Ströme; gebietsansässige Nicht-MFIs ohne Zentralstaaten)



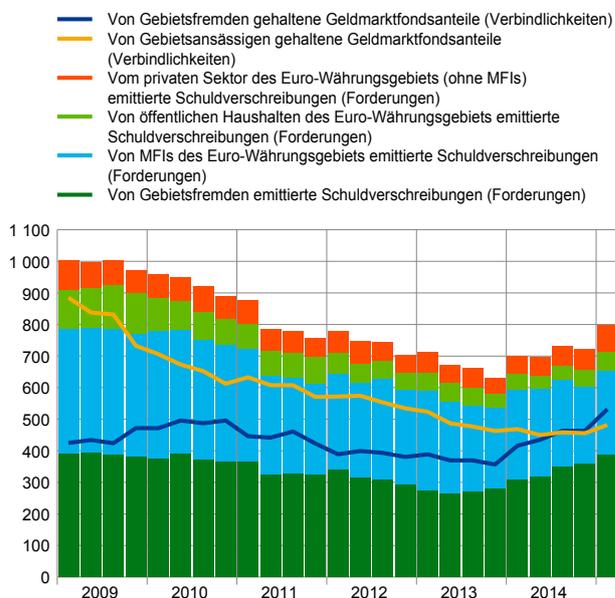
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2015.

Abbildung B

Forderungen und Verbindlichkeiten von Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet nach Sektor und Gebietszugehörigkeit der Geschäftspartner

(in Mrd €, Bestände)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Balken stehen für die Schuldverschreibungen im Bestand der Geldmarktfonds, die Linien für die Verbindlichkeiten der Geldmarktfonds. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2015.

Dies weist darauf hin, dass die Bedeutung der Geldmarktfonds für die Refinanzierung der im Eurogebiet ansässigen MFIs zurückgegangen ist.

Die seit 2009 zu beobachtende Reduktion im Sektor der Geldmarktfonds geht mit einem Rückgang der Renditen dieser Fonds einher (siehe Abbildung C).

Zwar ist die Medianrendite immer noch leicht positiv, doch ein wesentlicher Teil der Geldmarktfonds erwirtschaftet negative Renditen. Zwar verzeichneten Ende Juni 2015 22 % der Fonds Negativrenditen, aber auf diese Fonds entfielen lediglich 5 % der Gesamtaktiva. Dies legt die Vermutung nahe, dass größere Fonds tendenziell renditeträchtiger sind.

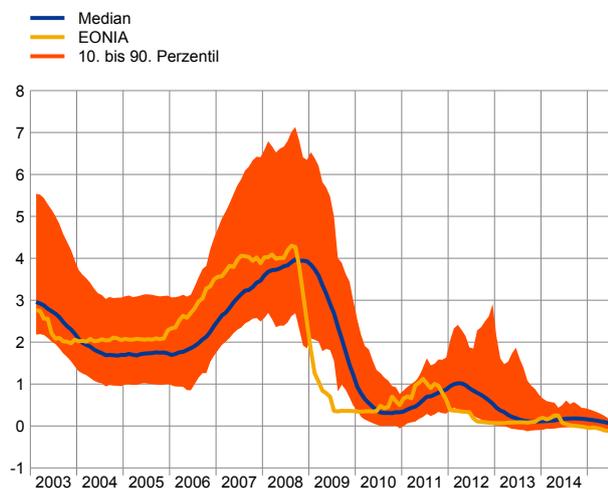
Die Medianrendite ist seit Ende 2013 recht stabil geblieben und in Relation zu den Zinssätzen ähnlicher Anlagemöglichkeiten sogar gestiegen. So lagen die Renditen von Geldmarktfonds seit Einführung des negativen Einlagesatzes Mitte 2014 über dem EONIA und dem Dreimonats-EURIBOR, und der Abstand zwischen den Renditen von Geldmarktfonds und den Zinsen für Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr hat sich seit 2013 stetig verkleinert (siehe Abbildung D).

Es gibt keine eindeutigen Belege dafür, dass die Geldmarktfonds versucht haben, ihre Renditen durch eine Verlängerung der Laufzeit ihrer Anlagen zu erhöhen. Abbildung E zeigt den prozentualen Anteil der Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr am Gesamtbestand. Diese breit abgegrenzten Daten ermöglichen keine eingehende Analyse der Veränderungen bei

Abbildung C

Gesamtrenditen von Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet

(Gesamtrendite gegenüber dem Vorjahr)

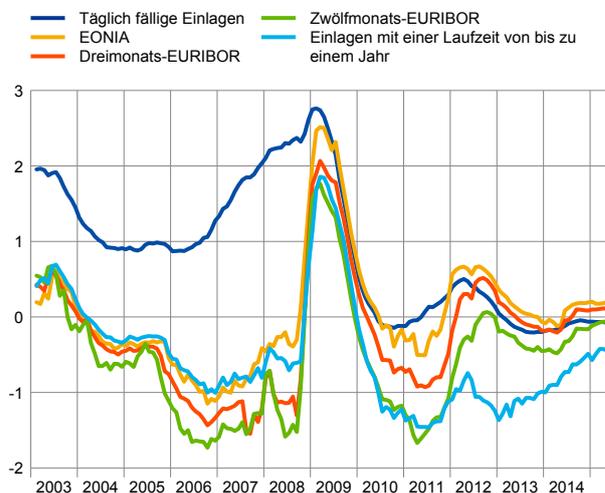


Quellen: Bloomberg, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Stichprobe umfasst 518 Fonds (alle in Euro denominated). In den Gesamtrenditen sind Kurssteigerungen und reinvestierte Dividenden berücksichtigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2015.

Abbildung D

Renditen von Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet in Relation zu anderen Zinssätzen

(in Prozentpunkten)



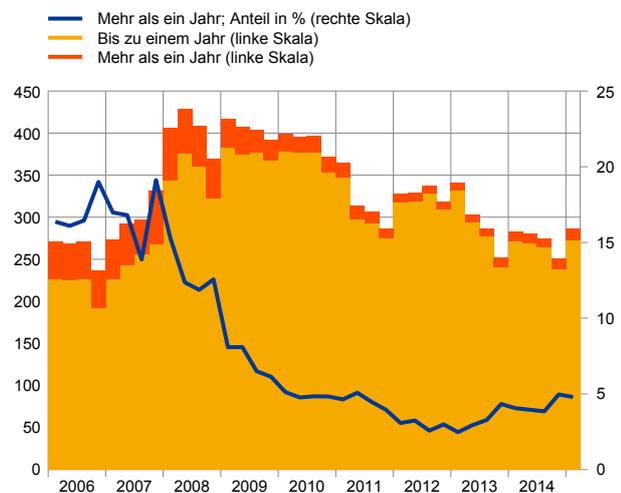
Quellen: Bloomberg, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Ausgedrückt als Median der Gesamtrenditen von Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet abzüglich des jeweiligen Zinssatzes. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2015.

den Restlaufzeiten der im Bestand von Geldmarktfonds befindlichen Papiere, sie können aber Hinweise auf die Entwicklung der Arten der gehaltenen Wertpapiere geben. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Geldmarktfonds im Euroraum ihren Anteil an Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr von 2008 bis 2013 zurückführten; im Jahr 2013 nahm der Anteil dann wieder geringfügig zu.

Abbildung E

Von Geldmarktfonds gehaltene Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem bzw. mehr als ein Jahr

(in Mrd €; Anteil an den Gesamtbeständen in %)



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

zu. Allerdings wurden seit dem zweiten Halbjahr 2014, nachdem die EZB einen negativen Zinssatz für die Einlagefazilität eingeführt hatte, in Bezug auf die Ursprungslaufzeit von Schuldverschreibungen im Bestand keine größeren Veränderungen mehr verbucht. Hierbei gilt es zu bedenken, dass die Geldmarktfonds aufgrund der bestehenden Regelungen zur gewichteten Durchschnittslaufzeit von Wertpapieren, die sie halten dürfen, unter Umständen nur begrenzte Möglichkeiten zur Laufzeitanpassung ihrer Bestände haben. Insgesamt ist es seit Einführung der negativen Verzinsung der Einlagefazilität zu keinem merklichen Anstieg der Ursprungslaufzeit der Geldmarktfondsbestände gekommen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das Umfeld für die Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet weiterhin schwierig ist, wenngleich sich die Entwicklung offenbar stabilisiert hat. Die Bedeutung der Geldmarktfonds für die Refinanzierung der MFIs im Euroraum hat allerdings abgenommen. Die jüngste Ausweitung der Emissionen und damit

auch der Forderungen ist im Wesentlichen auf Geschäftspartner außerhalb des Eurogebiets zurückzuführen. Die Stabilisierung der Begebung an Gebietsansässige beruht vermutlich auf den recht stabilen Renditen dieser Fonds im vergangenen Jahr, insbesondere vor dem Hintergrund rückläufiger Zinssätze bei vergleichbaren Anlagemöglichkeiten. Eine Analyse der Ursprungslaufzeit der von Geldmarktfonds gehaltenen Schuldverschreibungen zeigt keine erkennbaren Veränderungen. Dies legt den Schluss nahe, dass die Geldmarktfonds das Niedrigzinsumfeld gut bewältigt haben, indem sie statt einer Änderung ihres Geschäftsmodells die auf breiter Front anhaltende Anpassung der relativen Preise und Renditen ausgenutzt haben.

Aufsatz

Reale Konvergenz im Euro-Währungsgebiet: Empirische Evidenz, Theorie und politische Implikationen

Eine wichtige Lehre aus der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet ist, dass die Notwendigkeit einer soliden Wirtschaftspolitik nicht mit der Einführung des Euro in einem Land endet. Es gibt keine automatischen Mechanismen, die sicherstellen, dass die vor einer Euro-Einführung erfolgende nominale Konvergenz im späteren Verlauf zu einer nachhaltigen realen Konvergenz führt. Die im Jahr 2008 ausgebrochene globale Finanzkrise hat gezeigt, dass einige an der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) teilnehmende Länder erhebliche Schwächen in ihrer strukturellen und institutionellen Ausgestaltung aufwiesen. Die Folge war ein starker und lang anhaltender Rückgang des realen Pro-Kopf-Einkommens in diesen Ländern ab 2008.

Während in der Europäischen Union (EU) als Ganzes seit 1999 eine reale Konvergenz beobachtet wurde, die auf das Aufholen mittel- und osteuropäischer Länder zurückzuführen war, erfolgte in den zwölf Ländern, die die Gemeinschaftswährung in den Jahren 1999 und 2001 einführten, keine weitere reale Konvergenz. Dieser Umstand hängt mit mehreren Faktoren zusammen, und zwar insbesondere mit schwachen Institutionen, strukturellen Rigiditäten, einem verhaltenen Produktivitätswachstum und unzureichenden Maßnahmen zur Eindämmung von Vermögenspreisanstiegen. Vor diesem Hintergrund erscheinen einige Faktoren für die Gewährleistung einer realen Konvergenz in der WWU unerlässlich: makroökonomische Stabilität und vor allem eine solide Finanzpolitik, ein hohes Maß an Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten, günstige Rahmenbedingungen für eine effiziente volkswirtschaftliche Nutzung der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit, durch die das Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) unterstützt wird, wirtschaftliche Integration innerhalb des Euroraums sowie ein aktiverer Einsatz nationaler Politikinstrumente zur Vermeidung von Boom-Bust-Zyklen bei Vermögenspreisen und Krediten.

1 Einleitung

Der Konvergenzbegriff besitzt viele Dimensionen. Im vorliegenden Aufsatz wird das Hauptaugenmerk auf die am realen Pro-Kopf-BIP gemessene reale Konvergenz gelegt.¹ Unter nachhaltiger realer Konvergenz ist jener Prozess zu verstehen, bei dem sich das Pro-Kopf-BIP einkommensschwächerer Länder

¹ Die im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten Konvergenzkriterien (Maastricht-Kriterien), welche die nominale Konvergenz messen, werden in diesem Aufsatz nicht berücksichtigt.

dauerhaft an das Niveau in Ländern mit höherem Einkommen angleicht. Damit die Konvergenz nachhaltig ist, muss das langfristige Potenzialwachstum pro Kopf mit einer Ausweitung der Nachfrage im Einklang stehen. So könnte sich ein BIP-Wachstum, das auf externe Faktoren wie einen starken weltweiten Nachfrageschock oder einen milderen Schock wie den Rückgang der Zinsspreads nach der Einführung des Euro zurückzuführen ist, als nicht von Dauer erweisen, wenn es nicht mit einem entsprechenden Anstieg des Wachstumspotenzials einhergeht.

In der Literatur zum Wirtschaftswachstum wird die reale Konvergenz durch die beiden komplementären Konzepte Beta-Konvergenz (β -Konvergenz) und Sigma-Konvergenz (σ -Konvergenz) erfasst. Die erste Konvergenzart liegt vor, wenn Länder mit niedrigerem Einkommen schneller wachsen als Staaten mit höherem Einkommen, sie also einen Aufholprozess durchlaufen. Dies wird gewöhnlich am relativen Pro-Kopf-BIP (zu Kaufkraftparitäten) gemessen. Das zweite Konzept bezieht sich auf eine Annäherung des Einkommensniveaus zwischen den einzelnen Volkswirtschaften. Für eine reale Konvergenz ist es erforderlich, dass einkommensschwächere Länder auf dauerhaft tragfähige Weise schneller wachsen können als einkommensstärkere Staaten, wobei sich ihr Einkommensniveau im Ergebnis an jenes der Staaten mit höherem Einkommen angleicht. Daher betrifft die reale Konvergenz in erster Linie die β -Dimension der Konvergenz, wobei die σ -Konvergenz ein Nebenprodukt darstellt. Eine nachhaltige Konvergenz ist die wesentliche Voraussetzung dafür, dass aufholende Länder Schocks besser abfedern können.

Eine nachhaltige reale Konvergenz fördert auf mittlere Sicht das reibungslose Funktionieren der Währungsunion. Erstens ist das Erreichen einer dauerhaften realen Konvergenz durch eine solide Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern wichtig, um den ökonomischen und sozialen Zusammenhalt der WWU zu unterstützen, zumal die Euro-Länder nicht über gemeinsame Mechanismen zum Finanzausgleich wie im US-Staatshaushalt verfügen. Während der Struktur- und der Kohäsionsfonds – die Finanzinstrumente der EU-Regionalpolitik – zwar darauf abzielen, die Entwicklungsunterschiede zwischen den einzelnen Regionen und Mitgliedstaaten zu vermindern, verfügen sie über einen begrenzteren Spielraum als vergleichbare Instrumente auf staatlicher Ebene. Zweitens ist die Nachhaltigkeit der realen Konvergenz von Bedeutung, weil der Aufholprozess in einigen Euro-Ländern mittelfristig deren Inflationsunterschiede gegenüber dem euroraumweiten Durchschnitt tendenziell vergrößert. In einer Währungsunion führt dies in der Regel zu einem Rückgang der Realzinsen in den aufholenden Volkswirtschaften, da die kurzfristigen Nominalzinsen vom Leitzinssatz der Zentralbank bestimmt werden. Angesichts dieses wesentlichen Merkmals der Geldpolitik in einem gemeinsamen Währungsraum ist finanzpolitischen und makroprudenziellen Maßnahmen, die makrofinanzielle Zyklen eindämmen und Stabilität gewährleisten, eine große Bedeutung beizumessen, damit die Volkswirtschaften keinen Boom-Bust-Zyklen ausgesetzt sind. Ein höherer Grad an konjunktureller Divergenz innerhalb des Eurogebiets würde die Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik verkomplizieren.

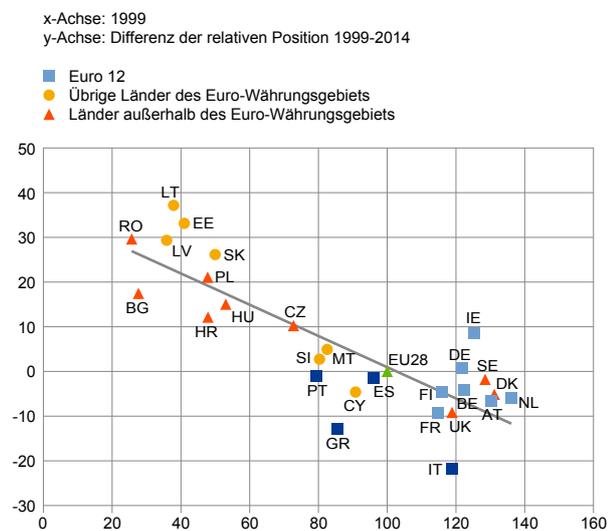
Im vorliegenden Aufsatz werden die Mechanismen und Anreize untersucht, die einer nachhaltigen realen Konvergenz der verschiedenen Euro-Länder bislang im Weg standen. Abschnitt 2 liefert einige Belege für reale Konvergenz seit dem Beginn der WWU, Abschnitt 3 untersucht die Gründe für das Fehlen einer nachhaltigen realen Konvergenz in einzelnen Euro-Ländern, die die Gemeinschaftswährung frühzeitig eingeführt haben, Abschnitt 4 blickt auf die Schlüsselrolle des TFP-Wachstums im Konvergenzprozess, Abschnitt 5 analysiert die Maßnahmen, die zu einer nachhaltigen realen Konvergenz beitragen könnten, und Abschnitt 6 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Empirische Evidenz für eine reale Konvergenz

Von 1999 bis 2014 vollzog sich in den 28 Staaten, die nun die EU bilden (EU 28), ein gewisses Maß an realer Konvergenz. Wie Abbildung 1 zeigt, haben sich sowohl EU-Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets (orangefarbene Dreiecke) als auch Staaten, die den Euro nach 2002 eingeführt haben (gelbe Kreise)

Abbildung 1
Wachstum des Pro-Kopf-BIP in Relation zum Durchschnitt der 28 EU-Länder

(Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftstandards; EU 28 = 100)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Luxemburg ist nicht enthalten, da die Berechnungen des Pro-Kopf-BIP durch die hohe Zahl an grenzüberschreitend tätigen Arbeitnehmern verzerrt sind. Die dunkelblauen Quadrate markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

im Zeitraum von 1999 bis 2014 besser entwickelt als die übrigen EU-Länder, d. h. die zwölf Staaten (Euro 12), die die Gemeinschaftswährung vor 2002 einführten (blaue Quadrate). Estland, Lettland, Litauen, Rumänien und die Slowakei verzeichnen bislang den höchsten Konvergenzgrad unter allen EU-Ländern, gefolgt von anderen Staaten Mittel- und Osteuropas.²

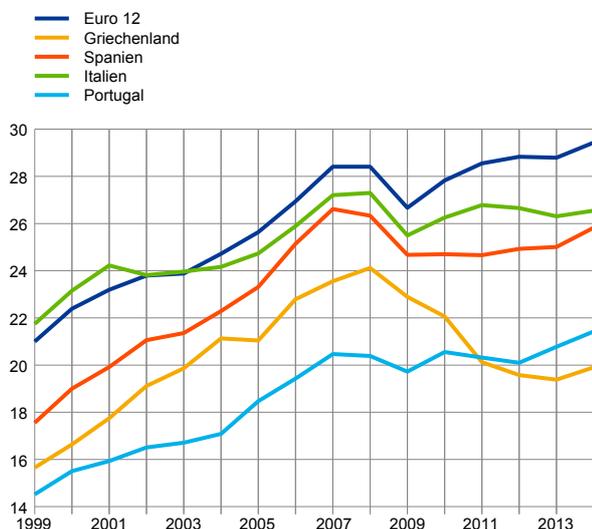
Trotz der anfänglichen Erwartungen, dass die gemeinsame Währung als Katalysator für eine schnellere reale Konvergenz fungieren würde, war sie in den Euro-Ländern seit der Einführung der Gemeinschaftswährung kaum zu beobachten.

Es gibt keine eindeutige Verbindung zwischen dem Niveau des relativen Pro-Kopf-BIP im Jahr 1999 und dessen Wachstum von 1999 bis 2014. Eine Betrachtung der gesamten Periode zeigt sogar, dass es gewisse Anzeichen für eine Divergenz zwischen den Euro-Ländern der ersten Stunde gibt. So haben sich in einer Reihe von Ländern mit vergleichsweise geringem Einkommen deren Einkommenslücken in Relation zum Durchschnitt behauptet (Spanien und Portugal) oder sogar ausgeweitet (Griechenland). Darüber hinaus wies Italien, das anfangs ein Staat mit höherem

2 Die bessere Leistung der Länder in Mittel- und Osteuropa bei der Konvergenz bedürfte einer eingehenderen Analyse, die im Rahmen dieses Aufsatzes nicht möglich ist. Zum Teil könnte deren Konvergenzentwicklung aber mit der über den Referenzzeitraum zunehmenden wirtschaftlichen Integration dieser Länder innerhalb der EU zu erklären sein. Einige Hinweise auf die positiven Auswirkungen der EU-Mitgliedschaft auf Staaten mit einem vergleichsweise geringen Einkommen, die weitgehend einem größeren Grad an wirtschaftlicher Integration zuzuschreiben sind, finden sich in: J. Crespo Cuaresma, D. Ritzberger-Grünwald und M. A. Silgoner, Growth convergence and EU membership, in: Applied Economics, Bd. 40, Nr. 5, 2008, S. 643-656.

Abbildung 2**Reales Pro-Kopf-BIP in den Euro-12-Ländern**

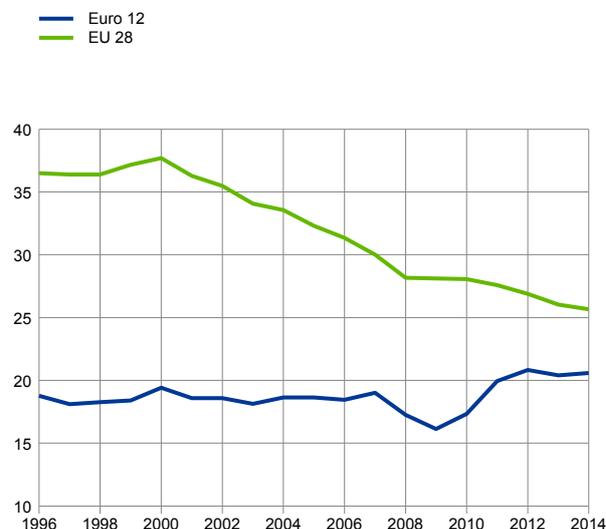
(Pro-Kopf-BIP zu 1 000 Kaufkraftstandards)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Abbildung 3**Standardabweichung des Pro-Kopf-BIP**

(Pro-Kopf-BIP zu 1 000 Kaufkraftstandards)

Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Ohne Luxemburg (siehe Anmerkung zu Abbildung 1).

Einkommen war, die schlechteste Entwicklung auf, was eine erhebliche Divergenz gegenüber der Ländergruppe mit hohem Einkommen darstellt. Zwar kann die Krise im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers die Unterschiede in diesen Ländern mit erklären, doch darüber hinaus spielten auch tiefer verwurzelte Faktoren eine Rolle. So weist Irland zum Beispiel trotz seiner schweren Finanzkrise in der Zeit von 2008 bis 2012 eine gewisse Verbesserung auf und bleibt in der Gruppe der Länder mit höherem Einkommen.

Eine gezielte Betrachtung einzelner Zeitabschnitte vor und nach der Krise verdeutlicht, dass sich bei den Euro 12 vor 2007 eine gewisse temporäre Konvergenz einstellte. Im Vorfeld der globalen Finanzkrise verzeichneten Griechenland und Spanien ein schnelleres Wachstum als die übrigen Länder des Eurogebiets. Dieser Aufholprozess kehrte sich im Zeitraum von 2008 bis 2013 jedoch rasch um, als diese beiden Staaten in eine schwere Rezession gerieten. Im Falle Portugals gibt es kaum Anzeichen für eine auch nur temporäre Konvergenz in der Zeit vor der Krise. Unter allen einkommensstarken Ländern fiel das Wachstum in Italien über nahezu den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg geringer aus als im euroraumweiten Durchschnitt. Dies führte zu einer erhöhten Divergenz (siehe Abbildung 2).

Was die Einkommensverteilung betrifft, so gibt es auch hier gewisse Anzeichen für eine Konvergenz unter den EU 28, doch es fehlen entsprechende Hinweise für die Euro 12. Die Streuung des Pro-Kopf-Einkommensniveaus hat bei den Euro 12 insgesamt zugenommen, nachdem sie von 2006 bis 2008 vorübergehend geringer geworden war (siehe Abbildung 3). Eine Betrachtung der gesamten EU 28 weist auf eine gewisse Konvergenz in Form eines verringerten Einkommensgefälles hin, was dem Aufholprozess der mittel- und osteuropäischen Länder geschuldet ist. Allerdings scheint sich das Tempo der Verbesserung der Einkommensverteilung während der Krisenperiode, d. h. ab 2008, verlangsamt zu haben.

Zu Beginn der WWU erwarteten viele Beobachter, dass eine tiefer greifende monetäre und finanzielle Integration die reale Konvergenz befördern würde.

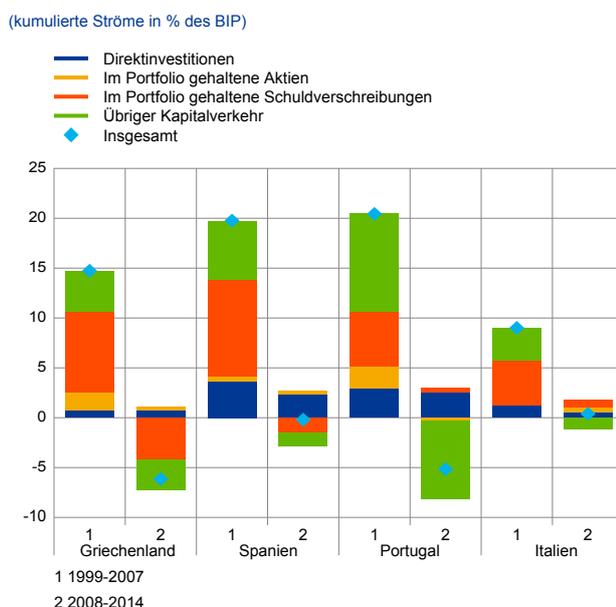
So wie in der Theorie vorhergesagt (siehe Kasten 1) waren in den Vorkrisenjahren die privaten Bruttokapitalzuflüsse in jenen Euro-12-Ländern beträchtlich, deren Pro-Kopf-Einkommen deutlich unter dem euroraumweiten Durchschnitt lag. Dies galt auch für Griechenland, Portugal und in geringerem Ausmaß für Spanien. Im Falle Italiens fielen die Kapitalzuflüsse wie in den meisten anderen Ländern mit hohem Einkommen spürbar niedriger aus (siehe Abbildung 4). Die Kapitalzuflüsse in jene Länder bestanden in erster Linie aus Investitionen in Schuldverschreibungen und Bankkrediten, während Direktinvestitionen kaum eine Rolle spielten. Eigentlich hätten private Mittel, die in Euro-Länder mit niedrigerem Einkommen fließen, in diesen Staaten für Produktivitäts- und nachhaltige langfristige Einkommenszuwächse sorgen sollen. Mit dem Beginn der globalen Finanzkrise reduzierte sich der Umfang der privaten Außenfinanzierung und ging im gesamten Krisenzeitraum weiter erheblich zurück.

Die mangelnde Nachhaltigkeit der realen Konvergenz in den Vorkrisenjahren war vor allem auf das Zusammenwirken dreier Faktoren zurückzuführen.

Erstens waren in einigen Ländern die institutionellen Rahmenbedingungen der Innovationstätigkeit und einem steten Produktivitätswachstum nicht zuträglich.

Zweitens trugen strukturelle Rigiditäten und unzureichender effektiver Wettbewerb (insbesondere im Sektor der nicht handelbaren Güter) zu einer Kapitalfehlallokation bei. Dies verhinderte wiederum, dass das Angebotspotenzial der Wirtschaft mit der Nachfrage Schritt hielt. Drittens begünstigten die stark rückläufigen Realzinsen ein übermäßiges Kreditwachstum und trieben die Nachfrage in die Höhe, was die Erwartungen im Hinblick auf das künftige Einkommen verzerrte.³

Abbildung 4
Private Bruttokapitalströme nach Griechenland, Spanien, Portugal und Italien



Quelle: EZB.
Anmerkung: Der „übrige Kapitalverkehr“ beinhaltet keine Kapitalströme an die Regierung oder die nationale Zentralbank.

Was erstens die institutionellen Faktoren betrifft, so wirkt sich die Qualität der inländischen Institutionen und Verwaltung auf den Zuwachs des Pro-Kopf-Einkommens der Volkswirtschaften aus.

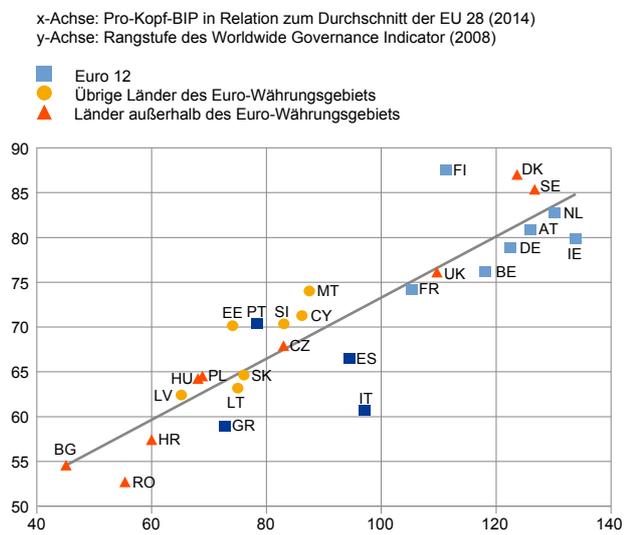
Länder mit einem besseren Governance-Ranking weisen tendenziell ein größeres Einkommensniveau auf. Die Länder des Euro-Währungsgebiets, die in den Jahren vor der Krise keine Konvergenz (oder sogar eine Divergenz) verzeichneten (Griechenland, Spanien, Italien und Portugal), sind auch die Länder mit dem niedrigsten Governance-Ranking der Euro 12 (siehe Abbildung 5). Darin spiegelt sich eine Reihe von Faktoren wider, unter anderem die Effektivität

3 Siehe C. Borio, The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?, Working Paper der BIZ, Nr. 395, Dezember 2012.

Abbildung 5

Rangstufe des Worldwide Governance Indicator und Pro-Kopf-BIP

(Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftstandards; EU 28 = 100)

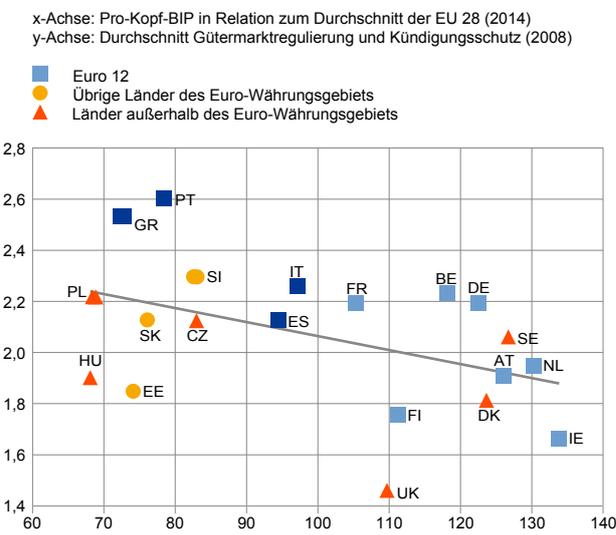


Quellen: Weltbank und Eurostat.
Anmerkung: Bei den Worldwide Governance Indicators handelt es sich um eine zusammengesetzte Rangstufe. Diese ergibt sich aus den durchschnittlichen Positionen in sechs weit gefassten Kategorien: Mitspracherecht und Verantwortlichkeit, politische Stabilität und Abwesenheit von Gewalt und Terrorismus, Wirksamkeit des Regierungshandelns, Regulierungsqualität, Rechtsstaatlichkeit und Unterbindung von Korruption. Luxemburg ist nicht enthalten (siehe Anmerkung zu Abbildung 1). Die dunkelblauen Quadrate markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

Abbildung 6

Strukturelle Rigiditäten und Pro-Kopf-BIP

(Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftstandards; EU 28 = 100)



Quellen: Europäische Kommission und Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD).
Anmerkung: Die OECD-Indikatoren für die Gütermarktregulierung umfassen die formellen staatlichen Kontrollbestimmungen für Wirtschaftsunternehmen, rechtliche und administrative Hemmnisse für die Unternehmertätigkeit sowie Beschränkungen für den internationalen Handel und Investitionen. Je größer der Wert, desto starrer die Bestimmungen. Bei den OECD-Indikatoren für den Kündigungsschutz handelt es sich um synthetische Indikatoren für die Stärke des Schutzes vor Einzel- und Massenentlassungen von Beschäftigten mit einem regulären Vertrag. Die zusammenfassenden Indikatoren erhält man durch eine Faktoranalyse, bei der jede Komponente gemäß der Datenvarianz insgesamt gewichtet wird. Für Bulgarien, Kroatien, Lettland, Litauen, Malta, Rumänien und Zypern lagen keine Daten zur Gütermarktregulierung und zum Kündigungsschutz für das Jahr 2008 vor. Luxemburg ist nicht enthalten (siehe Anmerkung zu Abbildung 1). Die dunkelblauen Quadrate markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

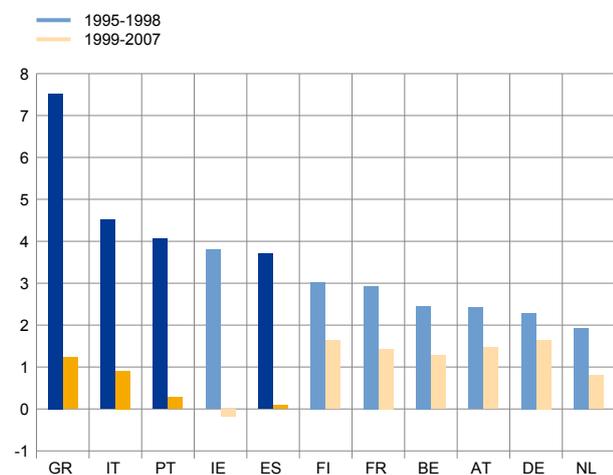
der Regierung, die Qualität des regulatorischen Umfelds und die Größe der Schattenwirtschaft. Alle diese Faktoren haben einen signifikanten Einfluss auf das langfristige Wachstum.

Zweitens wurden Länder mit strukturellen Rigiditäten während der globalen Finanzkrise besonders schwer in Mitleidenschaft gezogen, was zur drastisch rückläufigen Konvergenz in diesem Zeitraum beitrug. Einige der Euro-12-Länder (insbesondere Griechenland und Portugal) hatten vor der Krise sehr starre Güter- und Arbeitsmärkte (siehe Abbildung 6). Zu den Rigiditäten am Arbeitsmarkt gehörten ein hohes Maß an Kündigungsschutz sowie Tarifverhandlungssysteme, die flexible Lohnanpassungen erschwerten. An den Gütermärkten wurden mehrere Sektoren (u. a. die Netzwerkindustrien) vom Wettbewerb abgeschirmt, was die Anpassung der Gewinnaufschläge im Verlauf der Krise erschwerte. Die Rigiditäten bei der Lohn- und Preisanpassung zogen die Reallokation von Arbeit und Kapital aus krisengeschüttelten Sektoren (z. B. dem Baugewerbe) in schneller wachsende Branchen deutlich in die Länge und steigerten die Anpassungskosten in Bezug auf Arbeitslosigkeit und Einkommensverluste.

Abbildung 7

Reale Geldmarktsätze für Dreimonatsgeld in den Euro-12-Ländern

(in Prozentpunkten)

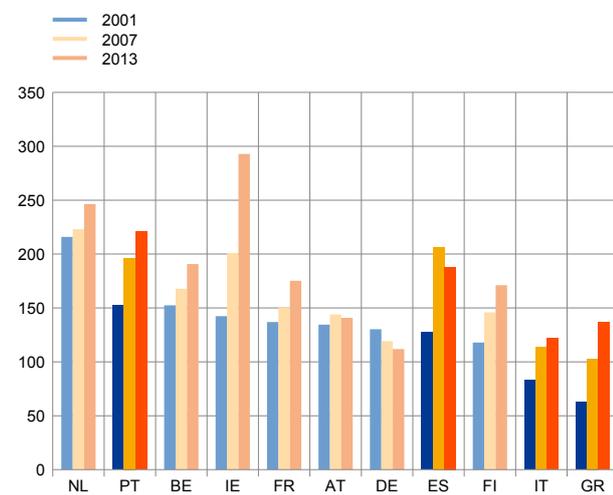


Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die nominalen Geldmarktsätze für Dreimonatsgeld sind HVPI-bereinigt. Die dunkler gefärbten Säulen markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

Abbildung 8

Verschuldung des privaten Sektors in den Euro-12-Ländern

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Verschuldung des privaten Sektors entspricht der Summe der nicht konsolidierten Schulden privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Die dunkler gefärbten Säulen markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

Drittens verschleierten der kreditbasierte Inlandsnachfrageboom und überzogene Wachstumserwartungen in den Vorkrisenjahren das geringe Wachstumspotenzial einiger Länder.

Verglichen mit dem Durchschnitt der Jahre vor Gründung des Euro-Währungsgebiets (1995-1998) reduzierten sich die Realzinsen ganz erheblich, vor allem in den südlichen Euro-Ländern und auch in Irland (siehe Abbildung 7). Ausschlaggebend für diesen spürbaren Rückgang waren zwei Faktoren: a) eine deutliche Konvergenz der nominalen Zinssätze vor und nach Einführung des Euro und b) ein Anstieg der Inflation in diesen Ländern auf ein Niveau über dem euroraumweiten Durchschnitt in den ersten Jahren der WWU.⁴ Darüber hinaus führte der viele Jahre andauernde, kreditbedingte Boom der Inlandsnachfrage in vielen Ländern – insbesondere in Griechenland und Spanien – zu einer Überbewertung des Wachstumspotenzials. Infolgedessen war die Finanzpolitik in den Boomjahren zu prozyklisch ausgelegt, da die öffentlichen Haushalte auf der Annahme basierten, dass die hohen Einnahmen durch die nicht tragfähige Inlandsnachfrage dauerhaft zu generieren seien. Mit Beginn der schweren Krise gingen die Staatseinnahmen spürbar zurück, was vor dem Hintergrund unzureichender Puffer in den Staatshaushalten zu einem raschen Anstieg der öffentlichen Verschuldung führte.

Das übermäßige Kreditwachstum im privaten Sektor einiger Länder sorgte für eine höhere Verschuldung von Unternehmen bzw. privaten Haushalten.

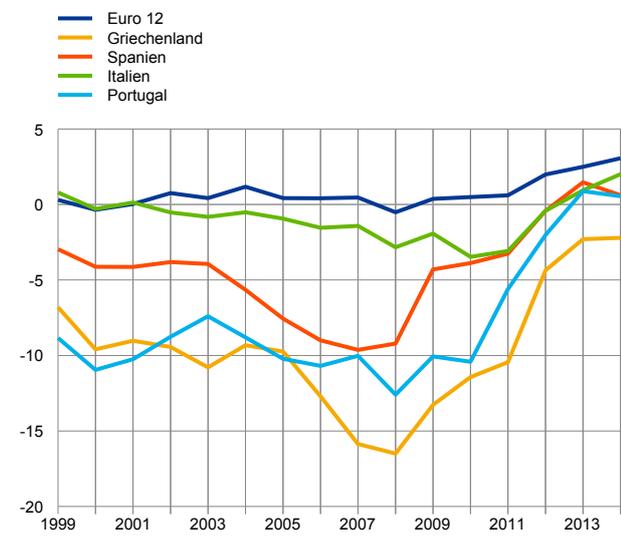
Irland, Spanien sowie in einem geringeren Ausmaß Griechenland und Portugal verzeichneten einen beträchtlichen Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors (siehe Abbildung 8). Die Risiken im Zusammenhang mit dem drastischen Kreditzuwachs und dem zunehmenden Schuldenstand wurden von den nationalen Behörden nur unzureichend in Angriff genommen. So blieben die makroprudenziellen Instrumente zur Eindämmung der exzessiven Kreditaufnahme entweder ungenutzt oder sie waren

4 Eine detailliertere Erläuterung findet sich in: EZB, Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum, Monatsbericht Mai 2005.

Abbildung 9

Leistungsbilanzsalden der Euro-12-Länder

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

zu schwach, um den Kreditzuwachs in diesen Volkswirtschaften hinreichend zu begrenzen.

Eine übermäßige Zunahme der Kreditvergabe und der Inlandsnachfrage führte in den Jahren vor der Krise zudem zur Anhäufung sehr großer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte.

In den Vorkrisenjahren nahm das Leistungsbilanzdefizit in Griechenland, Spanien und Portugal erheblich zu. In Italien, einem Land mit höherem Einkommen, blieb es hingegen moderat (siehe Abbildung 9). Große kumulierte Leistungsbilanzungleichgewichte von Ländern im Aufholprozess sind nicht notwendigerweise problematisch, wenn die Akkumulation umfangreicher Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland später durch Leistungsbilanzüberschüsse gedeckt wird. Werden durch diese Leistungsbilanzdefizite produktivitätssteigernde Investitionen finanziert, die in der Zukunft zu höheren Exporteinnahmen führen, kann eine vorübergehende Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite tragfähig sein. Allerdings

erfüllte das Konvergenzmuster der betreffenden Euro-Länder diese Bedingung im Vorkrisenzeitraum nicht, da die Kapitalbildung vielfach in Sektoren nicht handelbarer Güter mit geringem Produktivitätswachstum stattfand. Während in Spanien die Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte vor allem die übermäßigen Investitionen in einigen Segmenten des privaten Sektors (insbesondere im Baugewerbe) widerspiegelte, waren es in Griechenland die zu hohen Ausgaben des öffentlichen Sektors, die für die Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen den Ausschlag gaben. In Portugal spielten geringe öffentliche und private Ersparnisse eine große Rolle.

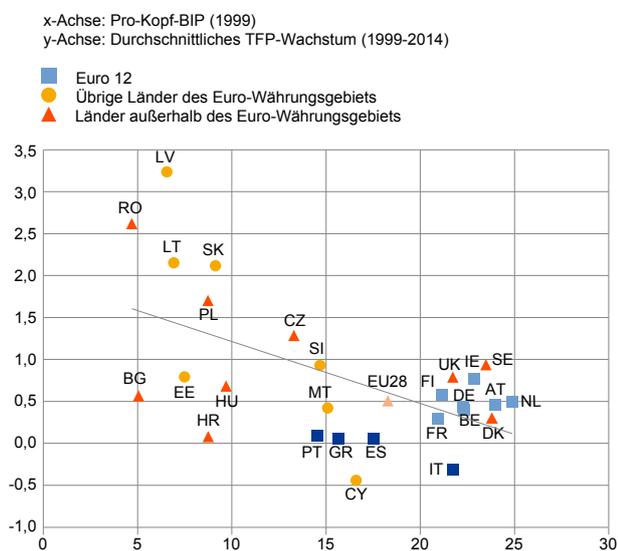
4 Die Rolle des Produktivitätswachstums im Konvergenzprozess

Die in einkommensschwachen Ländern geflossenen Finanzmittel haben in der Zeit vor der Krise nicht zu einer Produktivitätskonvergenz geführt. Die totale Faktorproduktivität misst die Effizienz des Arbeits- bzw. Kapitaleinsatzes im Produktionsprozess und ist eine wesentliche Bestimmungsgröße der Konvergenz (siehe Kasten 1). Die einkommensschwächeren Länder der EU 28 verzeichneten zusammengefasst ein tendenziell höheres Wachstum der totalen Faktorproduktivität, was sich positiv auf den Konvergenzprozess auswirkte (siehe Abbildung 10). Dies war jedoch im Wesentlichen den mittel- und osteuropäischen Ländern zuzuschreiben. Von den zwölf Euro-Ländern wiesen diejenigen mit höheren anfänglichen Einkommensniveaus in der Tendenz sogar ein im Schnitt höheres

Abbildung 10

Pro-Kopf-BIP und durchschnittliches TFP-Wachstum

(Pro-Kopf-BIP zu 1 000 Kaufkraftstandards; Veränderung in %)

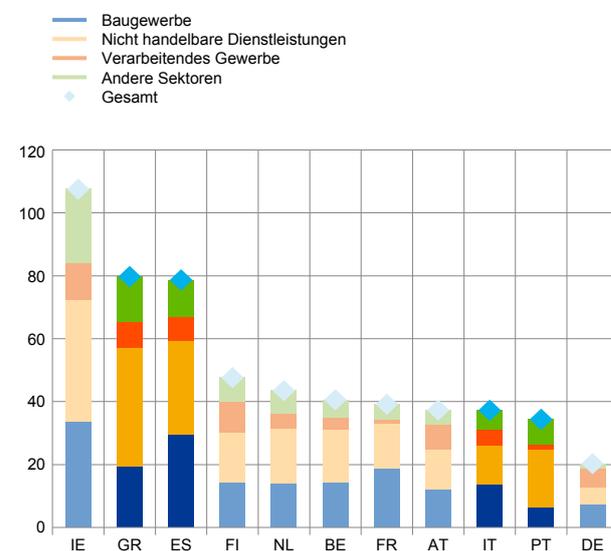


Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Luxemburg ist nicht enthalten (siehe Anmerkung zu Abbildung 1). Die dunkelblauen Quadrate markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

Abbildung 11

Aufschlüsselung des Wachstums nach Wertschöpfung je Sektor in den Euro-12-Ländern

(kumulierter Wachstumsbeitrag im Zeitraum von 1999 bis 2007)



Quellen: Europäische Kommission, basierend auf der KLEMS-Datenbank der EU, und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für Luxemburg sind keine Daten verfügbar. Für Belgien und Portugal wird das Wachstum von 1999 bis 2006 ermittelt, da keine Informationen für das Jahr 2007 vorliegen. „Baugewerbe“ schließt das Grundstücks- und Wohnungswesen ein. „Nicht handelbare Dienstleistungen“ beziehen sich auf Vertrieb/Großhandel, Hotelgewerbe und öffentliche Dienstleistungen. „Andere Sektoren“ umfassen Landwirtschaft und Bergbau, Energieversorgung, Transport sowie Finanzintermediation. Die dunkler gefärbten Säulen markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

TFP-Wachstum auf als die einkommensschwächeren Länder des Euroraums.⁵ Der Zuwachs der Arbeitsproduktivität fiel in einigen aufholenden Volkswirtschaften, vor allem in Griechenland, Spanien und Portugal, enttäuschend aus. In Italien blieb das Wachstum der totalen Faktorproduktivität deutlich hinter dem Durchschnitt der Euro-Länder zurück und war auch im Vergleich der EU 28 mit am niedrigsten.

Die insgesamt gedämpfte TFP-Dynamik war zum Teil auf die sektorale Zusammensetzung des Wachstums in einigen Ländern zurückzuführen. Nach der Einführung des Euro flossen Kapitalströme zunehmend in Sektoren, in denen das Grenzprodukt des Kapitals niedrig war, d. h. in Sektoren mit einer geringen Produktivität, aber hohen Einkommen.⁶ Dazu zählten typischerweise Sektoren nicht handelbarer Dienstleistungen, die großenteils vom Wettbewerb abgeschirmt sind, wie beispielsweise Vertriebsgewerbe und Netzwerkindustrien. Hauptursache für den vor der Krise verzeichneten Anstieg der Wertschöpfung in Griechenland und Spanien, der sehr viel höher ausfiel als in den übrigen Euro-12-Ländern (ohne Irland), war eine Verlagerung von Ressourcen in den Sektor der nicht

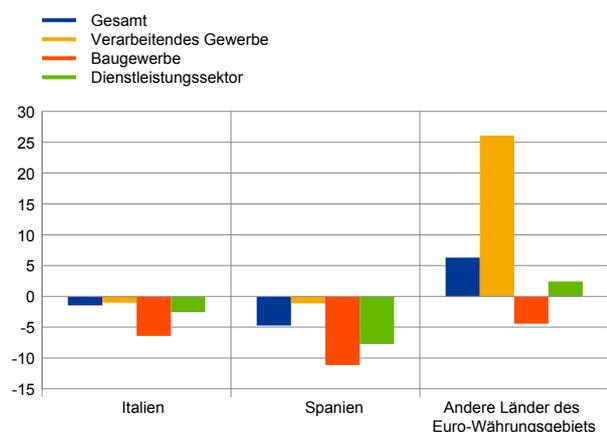
5 Eine Untersuchung der Rolle der totalen Faktorproduktivität und der mangelnden Konvergenz im Euroraum findet sich in: Europäische Kommission, Catching-up processes in the euro area, Quarterly report on the euro area, Bd. 12, Nr. 1, März 2013, S. 7-18.

6 Gemäß Acemoglu und Robinson lassen sich überhöhte Einkommen letztlich darauf zurückführen, dass die ökonomischen und politischen Institutionen nicht ausreichend „inklusive“, und vielleicht sogar „extraktiv“, sind. Siehe D. Acemoglu und J. A. Robinson, Why Nations Fail, Profile Books, 2012.

Abbildung 12

TFP-Wachstum in den Euro-12-Ländern nach Sektoren

(Veränderung in %)



Quellen: Europäische Kommission, basierend auf der KLEMS-Datenbank der EU, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für Griechenland und Portugal sind keine Daten verfügbar. „Andere Länder des Euro-Währungsgebiets“ bezieht sich auf Belgien, Deutschland, Frankreich, die Niederlande, Österreich und Finnland. „Gesamt“ umfasst auch die übrigen Sektoren wie Landwirtschaft und Bergbau, Energieversorgung, Transport und Finanzintermediation. Der für Belgien angegebene Wert für das Jahr 2007 wurde aus 2006 fortgeschrieben. Aggregate wurden nicht gewichtet.

handelbaren Dienstleistungen, einschließlich des Baugewerbes in Spanien. Auch in Portugal, wo das Wachstum bereits vor der Krise verhalten war, trug dieses Segment erheblich zur Erhöhung der Wertschöpfung bei. In Italien war die sektorale Zusammensetzung der Wertschöpfung im Wesentlichen mit der anderer großer Euro-Länder vergleichbar (siehe Abbildung 11).

In einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets fiel das TFP-Wachstum auch im Bereich der handelbaren Güter enttäuschend aus. Neben der Kapitalallokation in Sektoren mit niedriger Produktivität war in bestimmten Volkswirtschaften allem Anschein nach sogar in potenziell hochproduktiven Sektoren eine gedämpfte Produktivitätsentwicklung zu verzeichnen. So fiel das TFP-Wachstum in Spanien und Italien im Zeitraum von 1999 bis 2007 nicht nur im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe, sondern auch im verarbeitenden Gewerbe schwächer aus als im Durchschnitt der anderen Euro-Länder (siehe Abbildung 12). Dies lässt vermuten, dass die

wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in diesen Staaten in den Vorkrisenjahren weitergehende Schwachstellen aufwiesen und die Länder ihr Innovationspotenzial daher nicht voll ausschöpfen konnten.⁷

Kasten 1

Konzeptionelle Überlegungen zum Wirtschaftswachstum und zur Schlüsselrolle der totalen Faktorproduktivität im Konvergenzprozess

Im vorliegenden Kasten wird die zentrale Rolle erläutert, die der totalen Faktorproduktivität und der Technologie im Rahmen des Konvergenzprozesses in der Theorie des

Wirtschaftswachstums zukommt. Zu diesem Zweck werden zwei Modellarten betrachtet:

a) Modelle, bei denen exogener technischer Fortschritt angenommen wird, und b) Modelle, die technischen Fortschritt auch auf endogene Faktoren zurückführen.

Bei der ersten Art von Modellen, die als neoklassische Modelle bezeichnet werden, wird die Effektivität des Produktionsprozesses durch den Stand der Technologie bestimmt. In seinem einflussreichen Beitrag geht Solow⁸ von der Annahme aus, dass Bevölkerung und Technologie mit exogener Rate wachsen, während der Kapitalstock durch die Sparquote bestimmt wird. Je höher der Bestand an physischem Kapital in einer Volkswirtschaft ist, desto höher muss die Ersparnis sein, um die Abschreibungen auszugleichen und das Kapital auf dem aktuellen Niveau zu halten.

⁷ Ein Überblick über die Rolle der sektoralen Entwicklung der Produktivität findet sich in: D. Sondermann, Productivity in the euro area: any evidence of convergence?, Working Paper Series der EZB, Nr. 1431, April 2012.

⁸ R. Solow, A contribution to the theory of economic growth, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 70, Nr. 1, 1956, S. 65-94.

Letztlich wird die Volkswirtschaft einen Punkt erreichen, an dem die Ersparnis nur mehr für die Kapitalerhaltung ausreicht. Auf diesem Gleichgewichtsniveau steigt das Kapital pro effektiver Arbeit nicht weiter an, und alle relevanten Pro-Kopf-Variablen wachsen mit der Rate des technischen Fortschritts.

Nach dem Solow-Modell lassen sich die unterschiedlichen Wachstumsraten in den verschiedenen Ländern dadurch erklären, dass unterschiedliche Bestände an physischem Kapital vorhanden sind und die Länder sich daher an verschiedenen Punkten ihres gleichgewichtigen Wachstumspfad befinden. Eine wichtige Annahme des Solow-Modells sind abnehmende Grenzerträge, d. h., je mehr Kapital in einer Volkswirtschaft vorhanden ist, desto geringer ist der Nutzen bei Einsatz einer weiteren Kapitaleinheit. Wenn eine Volkswirtschaft also über einen geringen Kapitalstock verfügt, kann mit einer Ausweitung der Investitionen größerer Nutzen erzielt werden.

Somit sind die Kapitalströme aus reichen in arme Länder nach dem Solow-Modell durch die hohe erwartete Kapitalrendite in „kapitalschwachen“ Volkswirtschaften motiviert. Durch steigende Investitionen bewegt sich eine Volkswirtschaft auf dem gleichgewichtigen Wachstumspfad nach oben. Dabei handelt es sich um das sogenannte „Aufhol“-Phänomen. Infolgedessen konvergieren Volkswirtschaften gegen dasselbe Gleichgewichtsniveau des Einkommens. Voraussetzung für diese Konvergenz ist, dass die Wirtschaftsakteure in den verschiedenen Ländern identische Präferenzen haben und auch alle sonstigen Merkmale der Volkswirtschaften identisch sind. Die daraus resultierende Theorie der bedingten Konvergenz impliziert, dass Länder nicht nur in Bezug auf ihre Einkommensniveaus, sondern auch in Bezug auf ihre Wachstumsraten divergieren können, wenn dauerhafte Unterschiede bezüglich der Präferenzen und sonstiger institutioneller Merkmale bestehen.

Die empirische Evidenz hat gewisse Zweifel aufkommen lassen, ob das Solow-Modell für die Erklärung der unterschiedlichen Geschwindigkeiten herangezogen werden kann, mit denen sich die Konvergenz weltweit vollzieht. Die real verzeichneten Unterschiede bei den Kapitalbeständen und Kapitalströmen sind nicht groß genug, um die unterschiedlichen Einkommensniveaus zu erklären. Die Konvergenz-Hypothese wurde von Barro und Sala-i-Martin⁹ am Beispiel US-amerikanischer Bundesstaaten und einer Auswahl an Ländern weltweit untersucht. Auch wenn in beiden Fällen Belege für Konvergenz gefunden wurden, konnten die Autoren aufzeigen, dass ihre empirisch geschätzte Konvergenzgeschwindigkeit von 2 % pro Jahr deutlich unter dem Wert lag, den die Theorie nahelegen würde.

Zwar liefert der neoklassische Ansatz einen interessanten theoretischen Rahmen, doch bietet er neben dem sehr engen Konzept der „bedingten“ Konvergenz keine andere Erklärung für den Ursprung von Konvergenz. Ein Grund für die Einkommensunterschiede in den einzelnen Ländern könnten die unterschiedliche Effektivität der Produktionsfaktoren und das unterschiedliche Tempo des technischen Fortschritts sein. Da aus der neoklassischen Theorie nicht abgeleitet werden kann, woher Unterschiede in den Niveaus dieser grundlegenden Variablen stammen oder wie Fortschritt hervorgebracht wird, kann sie auch nicht erklären, wie Einkommenskonvergenz generiert wird. Da zudem bei dieser Art von Modellen bereits

9 R. J. Barro und X. Sala-i-Martin, Convergence, in: Journal of Political Economy, Bd. 100, Nr. 2, 1992, S. 223-251.

das bestmögliche Verhalten von Einzelpersonen vorausgesetzt wird und die Wachstumsrate exogen vorgegeben ist, kann das Wachstum auch nicht durch wirtschaftspolitische Maßnahmen angekurbelt werden, indem beispielsweise Spar- oder Investitionsanreize geschaffen werden.

Zur Lösung dieses Problems werden bei der zweiten Art von Modellen auch endogene Faktoren technischer Prozesse berücksichtigt; dies erfolgt durch explizite Modellierung von Innovation und Lernen. Dabei wird zwischen zwei Ansätzen unterschieden: a) Modellierung erhöhter Produktivität durch steigende Erträge aus Produktionsfaktoren (Kapital oder Arbeit) und b) explizite Modellierung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten als separatem Wirtschaftssektor.

Für die Steigerung der Produktionserträge wird angenommen, dass Humankapital, ebenso wie physisches Kapital, durch Investitionen erhöht werden kann. Uzawa¹⁰ und Lucas¹¹ betrachten Humankapital ausdrücklich als Produktionsfaktor: Die Investitionen in Humankapital entsprechen der von Einzelpersonen für die Bildung verwendeten Zeit. Es wird davon ausgegangen, dass sich eine höhere Qualifikation der Arbeitskräfte positiv auf die übrige Wirtschaft (sogenannte Externalität) und damit auf das Wachstum auswirkt. Eine Schlussfolgerung der neoklassischen Theorie war die These, dass Kapitalströme aus reichen in arme Länder zum Aufholprozess in den Ländern beitragen, in denen Kapital knapp ist. Da Humankapital, d. h. die Arbeitskräfte eines Landes und ihr Wissen, nicht so mobil wie physisches Kapital und die Wahrscheinlichkeit einer Abwanderung ins Ausland daher geringer ist, können die Modelle, die Humankapital als Wachstumsfaktor betrachten, zur Erklärung der dauerhaften Unterschiede beim Einkommenswachstums in den verschiedenen Ländern beitragen. Mit endogenen Wachstumsmodellen lassen sich politische Entscheidungen daher sehr viel besser untermauern.

Als Alternative zur Schaffung endogenen Wachstums und zur Erklärung von Konvergenz anhand eines theoretischen Modells könnte Innovation in einem separaten Wirtschaftssektor „erzeugt“ werden. Romer¹² erläuterte am Beispiel der Einführung eines solchen F&E-Sektors, wie permanentes Wachstum erzielt werden kann. Ebenso wie Investitionen in Humankapital erhöht eine intensivere Forschung den Stand des Wissens und der Technologie in der einzelnen Forschungseinrichtung, aber auch in der gesamten Volkswirtschaft. Es wirkt sich daher positiv auf das Wirtschaftswachstum insgesamt aus. Um die Einkommensunterschiede auszugleichen und mit den fortgeschritteneren Volkswirtschaften gleichzuziehen, benötigen die ärmeren Länder eine hohe technologische Wachstumsrate.

Insgesamt scheinen endogene Wachstumsmodelle die unterschiedlichen Geschwindigkeiten der Konvergenz in den einzelnen Ländern besser zu erklären und Politikern die Entwicklung

10 H. Uzawa, On a two-sector model of economic growth II, in: Review of Economic Studies, Bd. 30, Nr. 2, 1963, S. 105-118.

11 R. E. Lucas, On the mechanics of economic development, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 22, Ausgabe 1, 1988, S. 3-42.

12 P. Romer, Increasing returns and long-run growth, in: Journal of Political Economy, Bd. 94, Nr. 5, 1986, S. 1002-1037.

von Strategien zur Steigerung der totalen Faktorproduktivität zu ermöglichen. Nach diesen Modellen wirken sich eine höhere Qualifikation der Arbeitskräfte, höhere F&E-Ausgaben, Offenheit und Wettbewerb positiv auf die Produktivität, die Verbreitung neuer technischer Entwicklungen und damit auf das Wirtschaftswachstum und die Konvergenz aus.

5 Erzielung einer nachhaltigen realen Konvergenz

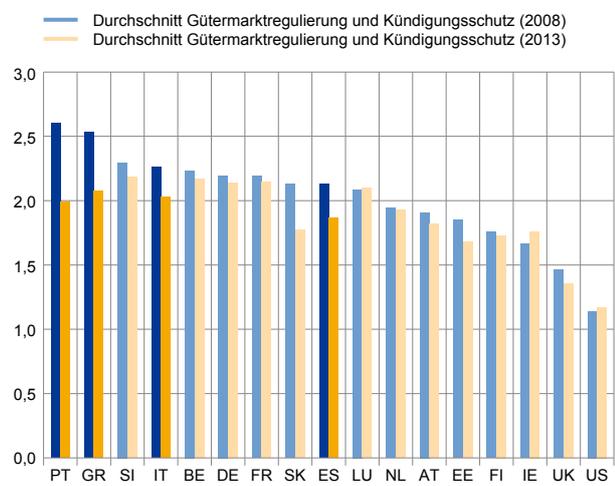
Vor dem Hintergrund der oben erläuterten Evidenz für eine mangelnde reale Konvergenz innerhalb der Euro-12-Länder wird in diesem Abschnitt untersucht, inwieweit wirtschaftspolitische Maßnahmen eine nachhaltige Konvergenz unterstützen und die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks erhöhen könnten.¹³ Die Analyse der Belege und der Ursachen für die mangelnde Konvergenz zeigt, dass drei wesentliche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, um nachhaltige Verbesserungen zu erzielen: a) die Aufrechterhaltung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität, b) die Erhöhung der wirtschaftlichen Flexibilität in den betroffenen Volkswirtschaften und c) die Verbesserung der Bedingungen für das Wachstum der totalen Faktorproduktivität.

Die erste Voraussetzung für eine nachhaltige reale Konvergenz ist gesamtwirtschaftliche Stabilität. Im vorangegangenen Abschnitt wurde aufgezeigt, wie inländische Institutionen und Strukturmerkmale zur Anhäufung von Ungleichgewichten in einer Gruppe von Euro-Ländern beigetragen und ein zunehmendes Gefälle zwischen Nachfragewachstum und Angebotspotenzial hervorgerufen haben. Seit Ausbruch der Krise haben die Länder, die ein EU/IWF-Anpassungsprogramm durchlaufen, Fortschritte bei der Wiederherstellung ihres gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts erzielt und wichtige Strukturreformen umgesetzt. In den meisten Ländern wurden die Leistungsbilanzungleichgewichte im Wesentlichen beseitigt. Zum Teil ging dies mit einer deutlichen Anpassung der Lohnstückkosten einher. Auch die Finanzierungssalden haben sich deutlich verbessert, nachdem in den Krisenjahren eine sehr hohe Haushaltsdefizitquote verzeichnet worden war. In vielen Ländern sind die Bestandsungleichgewichte, wie z. B. eine hohe Auslandsverschuldung oder eine hohe Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors, jedoch weiterhin sehr groß. Um diese Folgen der Krise vollständig zu überwinden, ist es wichtig, die in den Krisenjahren erzielten Wettbewerbszuwächse zu konsolidieren und eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik beizubehalten, die gewährleistet, dass die staatlichen Schulden in den kommenden Jahren wieder auf ein tragfähiges Niveau zurückgeführt werden.

Die zweite Voraussetzung für nachhaltige Konvergenz ist eine höhere wirtschaftliche Flexibilität, die zu einer Korrektur der in den Vorkrisenjahren erfolgten Fehlallokation von Kapital beitragen kann. Wie im vorangegangenen Abschnitt aufgezeigt, hatten einige der Länder mit niedrigerem Pro-Kopf-Einkommen (wie z. B. Griechenland, Spanien und Portugal) unter besonders hohen Rigiditäten

¹³ Eine Untersuchung zur Rolle und den Wachstumseffekten von Strukturreformen im Euroraum findet sich in: EZB, Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 2, 2015.

Abbildung 13
Gütermarktregulierung und Kündigungsschutz



Quellen: EZB-Berechnungen und OECD.
Anmerkung: Siehe Anmerkung zu Abbildung 6 für nähere Informationen zu den OECD-Indikatoren für die Gütermarktregulierung und den Kündigungsschutz. Für die Vereinigten Staaten lagen keine Daten zur Gütermarktregulierung für 2013 vor, daher werden nur Daten zum Kündigungsschutz ausgewiesen. Die dunkler gefärbten Säulen markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

an ihren Güter- und Arbeitsmärkten zu leiden. Während der Krise führten diese Rigiditäten zu einem Anstieg der mit den Anpassungsprozessen verbundenen wirtschaftlichen Kosten und zu einem stärkeren Rückgang des Potenzialwachstums, als dies in anderen Ländern der Fall war. Ein wichtiger Schritt zur Gewährleistung eines nachhaltigen Wachstumsmodells in den Volkswirtschaften des Eurogebiets, in denen die Notwendigkeit weiterer realwirtschaftlicher Konvergenz vorliegt, besteht in der Beseitigung der tief liegenden Strukturprobleme, die die weit verbreitete Fehlallokation der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital vor der Krise mit verursacht haben. Dies kann durch Maßnahmen ergänzt werden, die den Wettbewerb an den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten stärken (siehe Kasten 2). Zwar haben die einem internationalen Hilfsprogramm unterliegenden Staaten seit Ausbruch der Krise substantielle Reformen umgesetzt, durch die sich das Gefälle zu den anderen Euro-Ländern in Bezug auf die wirtschaftliche Flexibilität verringert hat (siehe Abbildung 13), doch sind noch weitere Maßnahmen erforderlich, um dieses Gefälle vollständig

zu beseitigen oder die jeweiligen Länder auf das Niveau der Staaten mit den weltweit flexibelsten Güter- und Arbeitsmärkten zu heben.

Die dritte Voraussetzung für eine nachhaltige Konvergenz ist ein höheres TFP-Wachstum. Wie aus Abschnitt 4 hervorgeht, war in einigen einkommensschwächeren Ländern des Euroraums vor der Krise eine Tendenz zu einem niedrigen (oder sogar sinkenden) Wachstum der totalen Faktorproduktivität zu beobachten, die sich auch in hochproduktiven Sektoren (z. B. im verarbeitenden Gewerbe) bemerkbar machte. Durch länderspezifische Politikmaßnahmen in den folgenden drei Schwerpunktbereichen sollten die Hauptantriebskräfte des TFP-Wachstums gestärkt werden: a) Verbesserung der Qualität des Faktors Arbeit, z. B. durch Erhöhung des Anteils hochqualifizierter Fachkräfte, b) Verbesserung der Qualität des Faktors Kapital durch Innovationen und Technologie und c) Schaffung eines institutionellen Rahmens zur Förderung von Innovationen in Unternehmen.¹⁴

Produktivität steht in engem Zusammenhang mit der Qualität des Faktors Arbeit. In den ersten Jahren der WWU führte die Fehlallokation von Ressourcen in Sektoren mit niedriger Produktivität in bestimmten aufholenden Volkswirtschaften zu einer höheren Nachfrage nach gering qualifizierten Arbeitnehmern. Dies wirkte sich negativ auf das Humankapital aus, weil damit Fehlanreize geschaffen wurden, das Bildungssystem vorzeitig zu verlassen. Gezielte arbeitsmarktpolitische Maßnahmen können dazu beitragen, die aktiven Erwerbspersonen nach und nach in technologisch fortgeschrittenere Sektoren zu leiten.

¹⁴ Weitere Informationen über die Hauptantriebskräfte des Wachstums der totalen Faktorproduktivität finden sich in: Europäische Kommission, The drivers of total factor productivity in catching-up economies, Quarterly report on the euro area, Bd. 13, Ausgabe 1, April 2014, S. 7-19.

mit einem Anstieg der Verschuldung verbunden. Zugleich war bei den Beteiligungskapitalströmen, die das Produktivitätswachstum potenziell eher begünstigen, nur eine geringe Dynamik zu verzeichnen, was zum Teil auf die noch unvollendete Kapitalmarktintegration im Euroraum zurückzuführen ist. Eine bessere Kapitalallokation zwischen den Ländern des Euroraums erfordert die Schaffung einer Kapitalmarktunion und einen größeren Anteil eigenkapitalbasierter Finanzierungen (siehe auch Kasten 2).¹⁵

Kasten 2

Die Rolle des Binnenmarkts

Der Binnenmarkt stellt eine Säule der europäischen Wirtschaftsintegration dar. Seit 1993 ist es Ziel des Binnenmarkts, den freien Personen-, Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr zu gewährleisten. In den letzten gut zwei Jahrzehnten wurde er kontinuierlich modifiziert, um mit den neuesten Entwicklungen Schritt zu halten (wie beispielsweise der zunehmenden Bedeutung des Dienstleistungssektors und der digitalen Wirtschaft). Der Binnenmarkt zielt darauf ab, den Wettbewerb innerhalb Europas zu verbessern, eine effiziente Ressourcenallokation zu fördern und es europäischen Unternehmen zu ermöglichen, an den Weltmärkten zu bestehen.

Durch den Abbau von Hindernissen beim Handel, bei der Arbeitskräftemobilität und beim Wettbewerb sowie durch Begünstigung der technologischen Diffusion sollte der Binnenmarkt die reale Konvergenz im Euro-Währungsgebiet fördern. Länder mit einer Spezialisierung auf Branchen, in denen sich zunehmende Skaleneffekte erzielen lassen, sollten einen größeren Nutzen aus dem Binnenmarkt ziehen können, da er diesen Branchen mehr Spielraum für eine verbesserte Effizienz bietet; dies gilt auch für Staaten mit stärker geschützten Sektoren, weil gerade ihnen die Liberalisierung mehr Nutzen bringt. Ein besser integriertes Eurogebiet wird zu widerstandsfähigeren Volkswirtschaften führen und ein nachhaltiges Wachstum fördern, insbesondere in Ländern, die während der Krise größere Verletzlichkeiten aufwiesen. Einige Bestandteile des Binnenmarkts, die eine nachhaltige Konvergenz im Euroraum unterstützen können, erfordern jedoch nach wie vor eine weitere Verbesserung. Im vorliegenden Kasten wird der freie Verkehr von Dienstleistungen, Arbeitskräften und Kapital betrachtet.

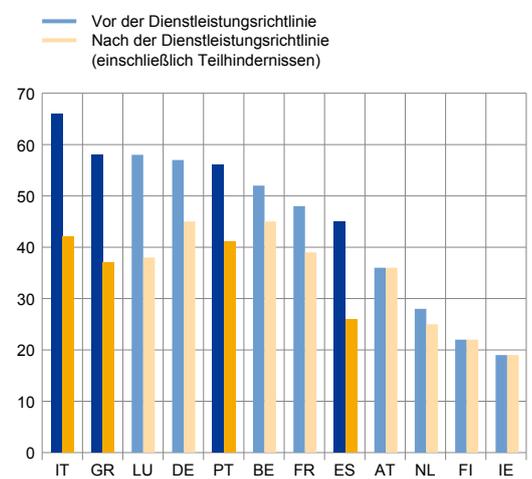
Während beim freien Warenverkehr erhebliche Fortschritte erzielt wurden, hinkt der grenzüberschreitende Austausch von Dienstleistungen immer noch hinterher. Obwohl die Dienstleistungssektoren mehr als 70 % der EU-Wirtschaft ausmachen, liegt hier eine weitaus geringere Handelsintegration als auf dem Gütermarkt vor. Wenngleich dies zum Teil der Tatsache geschuldet ist, dass einige Dienstleistungen naturgemäß nicht handelbar sind, gibt es doch nach wie vor nicht zu vernachlässigende Hindernisse bei den handelbaren Dienstleistungen.

Die EU-Dienstleistungsrichtlinie von 2006 zielt insbesondere auf den Handel und den Wettbewerb im Dienstleistungssektor ab. Ihr Ziel ist die Reduzierung von Produktregelungen, die ein Hindernis für den grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr – vor allem für kleine und mittlere

¹⁵ Weitere Informationen über die Rolle des Finanzsektors für die reale Konvergenz im Euroraum finden sich auch in: P. Praet, The financial cycle and real convergence in the euro area, Rede anlässlich der Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, Washington D.C., 10. April 2014.

Abbildung

Auswirkungen der EU-Dienstleistungsrichtlinie auf die Zahl der grenzüberschreitenden Handelsbarrieren



Quellen: Monteagudo et al. und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die dunkler gefärbten Säulen markieren die aufholenden Volkswirtschaften der Euro 12, die in diesem Zeitraum keine Konvergenz aufwiesen (Griechenland, Spanien und Portugal), und Italien, das Land der Euro 12 mit der größten Divergenz.

Unternehmen – darstellen. Eine im Jahr 2012 von der Europäischen Kommission durchgeführte Untersuchung des Erfolgs der Richtlinie kam zu vielversprechenden Ergebnissen (siehe Monteagudo et al.¹⁶). Die Umsetzung der Richtlinie würde die stärksten positiven Effekte in Ländern mit vielen und/oder hohen Hindernissen hervorrufen, insbesondere Griechenland, Spanien, Italien und Portugal (siehe Abbildung). Der Abbau von Hürden ermöglicht es Unternehmen aus einkommensschwächeren Ländern, an Märkten im Ausland konkurrenzfähig zu sein, und erleichtert den Austausch von Ideen und Technologie.

Schätzungen zu den Auswirkungen der Dienstleistungsrichtlinie auf das BIP-Wachstum deuten auf einen EU-weiten positiven Effekt von rund 0,8 % hin.¹⁷

Die länderspezifischen Effekte hängen vom jeweiligen Umsetzungsgrad der Richtlinie sowie von der Bedeutung der unterschiedlichen

Sektoren für einzelne Volkswirtschaften ab. Für diejenigen EU-Staaten, in denen die Regulierung des Dienstleistungssektors noch vergleichsweise hoch ist, kann der Nutzen besonders groß sein, wie der positive Effekt von 1 % und 1,4 % des BIP in Griechenland bzw. Spanien zeigt. In einem Szenario, bei dem sämtliche Handels- und Dienstleistungshemmnisse vollständig beseitigt wurden, könnten zusätzliche BIP-Zuwächse von bis zu 1,6 % realisiert werden. Gänzlich abgebaute Barrieren hätten den zusätzlichen Nutzen in Form einer wachsenden Produktivität in einer Spanne von 5 % (Portugal) bis 7 % (Griechenland).

Ein anderes Schlüsselement des Binnenmarkts ist die Mobilität der Arbeitskräfte.

EU-Bürger haben das Recht auf Freizügigkeit, d. h. das Recht, in einem EU-Land ihrer Wahl zu leben und zu arbeiten und von den einheimischen Arbeitgebern gleich behandelt zu werden. Wie bereits in Kasten 1 dargestellt, kann die Arbeitskräftemobilität einen Beitrag zur Konvergenz leisten, indem Humankapital und Qualifikationen über Grenzen hinweg bewegt werden. Aber noch wichtiger ist, dass sie bei länder- oder sektorspezifischen Schocks als wesentlicher Mechanismus zur Schockabsorption fungieren kann. In den letzten zehn Jahren wurde die Arbeitskräftemobilität innerhalb der EU vorwiegend von Einkommens- und Lohnunterschieden zwischen den ost- und den westeuropäischen Mitgliedstaaten bestimmt. In jüngster Zeit waren auch die zunehmenden Unterschiede bei der Arbeitsmarktentwicklung – vor allem zwischen einzelnen Euro-Ländern – ausschlaggebend.

¹⁶ Siehe J. Monteagudo et al., The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation, European Economy Economic Papers der Europäischen Kommission, Nr. 456, Brüssel, 2012.

¹⁷ Europäische Kommission, Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of Regions and the European Investment Bank. A single market for growth and jobs: an analysis of progress made and remaining obstacles in the Member States, Contribution to the Annual Growth Survey 2014, Brüssel, November 2013.

Während der Krise kam es zu einem gestiegenen Zustrom an Arbeitskräften in widerstandsfähigere Volkswirtschaften wie Deutschland und Österreich. Das Ausmaß dieses Zustroms war jedoch relativ gering. Im Bereich der Arbeitskräftemobilität ist zwar auf EU-Ebene eine beträchtliche Anzahl von Maßnahmen ergriffen worden, doch liegt sie immer noch deutlich hinter dem US-Niveau zurück. Als Reaktion auf den drastischen Anstieg der Arbeitslosigkeit im Gefolge der lang anhaltenden Krise gab es eine Reihe von Maßnahmen mit dem Ziel, Hindernisse der Arbeitskräftemobilität zu eliminieren, wie zum Beispiel die neue EU-Richtlinie über Berufsqualifikationen (ab Januar 2016 in Kraft), die Schaffung eines europaweiten Job-Netzwerks (EURES) im Jahr 2014 und die neue Richtlinie über Zusatzrentenansprüche von 2014.

Schließlich scheint der Weg zu einem Binnenmarkt für Kapital noch lang zu sein. Wichtige Schritte zur Verwirklichung eines gemeinsamen Kapitalmarkts waren die Zahlungsverkehrsrichtlinie von 2007, welche die Harmonisierung von Zahlungsdienstleistungen festlegt, und der einheitliche Euro-Zahlungsverkehrsraum (SEPA). Der jüngste Schritt zur Integration der Kapitalmärkte ist die Kapitalmarktunion, die Anfang 2015 von der Europäischen Kommission angekündigt wurde¹⁸ und darauf abzielt, die Finanzmärkte weiter zu integrieren, den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln zu verbessern sowie privaten Haushalten und Firmen in Europa mehr Investitionsmöglichkeiten zu bieten. Gut funktionierende Kapitalmärkte werden auch die Mobilisierung privater Finanzierungen im Rahmen des im November 2014 gestarteten Investitionsplans für Europa erleichtern.

6 Schlussbemerkungen

Während die Länder in Mittel- und Osteuropa in den vergangenen 15 Jahren zum EU-Durchschnitt aufgeschlossen haben, wurden in den zwölf Staaten, die den Euroraum in seinen Anfangsjahren bildeten, nur unzureichende Fortschritte auf dem Weg zur realen Konvergenz erzielt. Erfahrungsgemäß kann sich der anfängliche Konvergenzprozess bei Auftreten exogener Schocks schnell wieder umkehren, wenn er nicht in einen stabilen institutionellen Rahmen eingebettet ist und durch Wirtschaftsstrukturen unterstützt wird, die das Produktivitätswachstum begünstigen.

Die Krise hat gezeigt, dass der Zufluss umfangreicher Kapitalströme in einkommensschwache Länder nur dann zu einer nachhaltigen realen Konvergenz beiträgt, wenn die Ressourcen effizient verteilt werden. Ein Schlüsselfaktor für Erfolg in einer Währungsunion ist eine hinreichend flexible Wirtschaft, in der es aufgrund von Preissignalen möglich ist, die Ressourcen in Sektoren mit hoher Produktivität zu kanalisieren. Ebenso wichtig ist es, die gemeinsame Geldpolitik durch antizyklische finanzpolitische und makroprudenzielle Maßnahmen auf nationaler Ebene zu ergänzen, um Boom-Bust-Zyklen in den aufholenden Volkswirtschaften des Euroraums frühzeitig zu vermeiden.

Die Schaffung nachhaltiger Konvergenz ist vor allem eine nationale Aufgabe. Auf einzelstaatlicher Ebene ergriffene Maßnahmen sollten jedoch durch Strukturreformen auf europäischer Ebene ergänzt werden, die auf eine Vertiefung

¹⁸ Europäische Kommission, Building a Capital Markets Union. Grünbuch, Nr. 63, Brüssel, Februar 2015.

des Binnenmarkts abzielen. Durch den weiteren Ausbau des Binnenmarkts können länderspezifische Schocks insbesondere in einkommensschwachen Ländern besser aufgefangen werden. Dies ist eine wichtige Voraussetzung für die Kapitalmarktunion, zu deren Vollendung noch grundlegende und rasche Fortschritte erforderlich sind.

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	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	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,8	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,6	2,5
2013	3,2	2,2	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	1,2	0,7	-0,5	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	0,0	0,4	1,0	1,3	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,1	2,3	1,2	-0,3
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0	.	.	0,2
2015 Jan.	.	.	.	.	.	.	0,5	1,8	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
Febr.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,7	0,0	0,0	2,2	1,4	-0,3
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0	.	.	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.

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	3,9	2,5	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,5	-0,2	5,6
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	3,7	3,4	3,8
2014 Q3	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,8	1,4	3,6
Q4	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	1,5	1,7	1,4
2015 Q1	54,0	56,9	57,4	50,4	51,5	53,3	53,3	54,3	50,7	-2,5	1,7	-4,7
Q2	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,3	54,1	49,6	.	.	.
2015 Jan.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	-0,4	2,1	-1,7
Febr.	54,0	57,2	56,6	50,0	51,8	53,3	53,4	54,2	50,7	-1,3	2,6	-3,4
März	55,0	59,2	58,9	49,4	51,8	54,0	53,3	55,5	50,2	-2,5	1,7	-4,7
April	54,2	57,0	58,3	50,7	51,3	53,9	51,4	55,1	49,5	-1,8	0,9	-3,3
Mai	53,5	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,6	54,0	49,1	.	.	.
Juni	52,6	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,8	53,2	50,3	.	.	.

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

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

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
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
2014 Dez.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Jan.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
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

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
2014 Dez.	-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 Jan.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
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

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
2014 Dez.	320,1	3 159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2 054,3	17 541,7
2015 Jan.	327,4	3 207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2 028,2	17 274,4
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

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		Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾	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	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr			Mehr als 1 Jahr	Mit anfänglicher Zinsbindung					
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre								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 Juni	0,27	1,05	1,32	1,74	7,42	17,17	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87	
Juli	0,24	1,01	1,30	1,75	7,26	17,02	5,55	6,54	6,90	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79	
Aug.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,26	16,99	5,55	6,52	6,86	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75	
Sept.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68	
Okt.	0,22	0,92	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61	
Nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,60	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55	
Dez.	0,22	0,86	0,96	1,58	7,08	17,05	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,54	2,69	2,77	2,50	
2015 Jan.	0,21	0,84	1,01	1,95	7,11	17,07	5,30	6,30	6,64	2,79	2,32	2,54	2,45	2,42	2,71	2,40	
Febr.	0,20	0,82	0,98	1,53	7,07	17,00	5,23	6,23	6,64	2,79	2,08	2,47	2,33	2,50	2,59	2,38	
März	0,18	0,80	0,89	1,37	7,07	17,00	5,20	5,98	6,35	2,73	2,12	2,45	2,28	2,42	2,55	2,31	
April	0,17	0,77	0,88	1,15	6,98	16,96	4,93	5,94	6,28	2,68	2,03	2,39	2,17	2,38	2,51	2,25	
Mai ⁴⁾	0,17	0,80	0,84	1,09	6,93	17,07	5,20	6,03	6,45	2,67	2,04	2,33	2,09	2,30	2,43	2,18	

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 Juni	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
Juli	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
Aug.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
Sept.	0,26	0,51	1,53	3,69	4,02	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
Okt.	0,25	0,50	1,43	3,61	4,01	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,73	2,26	2,49	2,58
Nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,79	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,72	2,18	2,25	2,49
Dez.	0,24	0,43	1,29	3,44	3,72	3,74	3,27	2,35	2,79	2,47	1,73	2,18	2,10	2,43
2015 Jan.	0,23	0,44	1,28	3,43	3,82	3,84	2,98	2,32	2,83	2,04	1,65	2,04	2,17	2,43
Febr.	0,22	0,35	1,09	3,37	3,59	3,71	3,12	2,24	2,71	2,37	1,51	2,00	2,14	2,34
März	0,21	0,33	1,14	3,33	3,49	3,65	3,13	2,16	2,68	2,31	1,63	2,11	1,98	2,34
April	0,19	0,31	0,95	3,27	3,48	3,57	2,95	2,19	2,65	2,25	1,62	1,93	2,03	2,30
Mai ⁴⁾	0,19	0,30	0,96	3,21	3,39	3,49	2,95	2,16	2,49	2,22	1,57	1,85	2,03	2,24

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	-	58	538	50	410	219	34	-	39	93	25
2014 Dez.	1 312	545	120	-	58	538	50	342	191	24	-	27	66	34
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	601	134	-	80	533	62	350	158	37	-	38	82	35
Mai	1 393	591	133	-	80	530	59	324	141	36	-	36	78	33
Langfristig														
2012	15 204	4 815	3 167	-	840	5 758	624	255	98	45	-	16	84	12
2013	15 107	4 405	3 087	-	919	6 069	627	222	70	39	-	16	89	9
2014	15 119	4 040	3 158	-	992	6 286	643	219	65	43	-	16	85	10
2014 Dez.	15 119	4 040	3 158	-	992	6 286	643	131	42	38	-	11	29	10
2015 Jan.	15 220	4 058	3 202	-	1 002	6 316	642	261	80	48	-	8	113	13
Febr.	15 264	4 038	3 209	-	1 015	6 356	646	207	64	21	-	18	86	17
März	15 348	4 026	3 247	-	1 032	6 399	644	285	84	62	-	17	112	10
April	15 275	4 000	3 212	-	1 034	6 389	641	221	70	33	-	21	87	10
Mai	15 354	3 982	3 234	-	1 037	6 462	640	185	49	41	-	6	85	4

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2012	16 629,8	5 396,0	3 312,5	.	914,8	6 316,1	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,5
2013	16 354,2	4 881,8	3 209,3	.	985,6	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9
2014	16 431,2	4 585,7	3 278,4	.	1 050,5	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2014 Dez.	16 431,2	4 585,7	3 278,4	.	1 050,5	6 823,7	693,0	5 949,0	591,0	787,8	4 570,2
2015 Jan.	16 608,5	4 657,3	3 328,6	.	1 068,0	6 859,1	695,5	6 422,8	573,0	836,0	5 013,9
Febr.	16 664,0	4 643,6	3 343,7	.	1 084,8	6 890,5	701,4	6 855,5	650,5	899,6	5 305,4
März	16 768,7	4 630,5	3 383,8	.	1 102,8	6 941,5	710,1	7 055,7	688,7	933,3	5 433,7
April	16 685,7	4 600,6	3 346,2	.	1 113,6	6 921,8	703,6	6 959,7	683,8	908,3	5 367,7
Mai	16 747,0	4 572,2	3 366,9	.	1 116,2	6 992,2	699,6	6 983,8	675,4	901,5	5 406,8
Wachstumsraten											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,3	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	-7,9	0,2	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2014 Dez.	-0,7	-7,9	0,2	.	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	2,1	.	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	1,4	6,8	1,1	0,8
Mai	-0,8	-7,2	0,0	.	5,7	2,1	1,4	1,3	5,8	1,4	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	97,9	95,8	93,1	89,4	100,9	91,9	107,2	93,2	
2013	101,7	99,2	96,5	92,8	104,2	95,4	112,2	96,5	
2014	102,3	98,9	96,5	92,9	104,8	96,2	114,8	97,0	
2014 Q3	101,7	98,2	95,9	92,2	104,3	95,8	113,8	95,9	
Q4	99,6	96,1	94,2	90,5	102,0	93,9	112,6	94,5	
2015 Q1	93,7	90,4	89,4	85,6	95,9	88,0	106,9	89,3	
Q2	92,0	88,8	88,2	-	-	-	104,8	87,4	
2015 Jan.	95,9	92,4	91,1	-	-	-	109,3	91,3	
Febr.	94,0	90,7	89,8	-	-	-	107,4	89,7	
März	91,4	88,2	87,4	-	-	-	104,2	87,0	
April	90,5	87,4	86,9	-	-	-	102,8	85,8	
Mai	92,3	89,2	88,5	-	-	-	105,1	87,6	
Juni	93,1	89,9	89,1	-	-	-	106,4	88,7	
			<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>						
2015 Juni	0,8	0,9	0,8	-	-	-	1,2	1,2	
			<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>						
2015 Juni	-9,7	-9,7	-8,3	-	-	-	-7,6	-8,8	

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 Jan.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Febr.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
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
			<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>									
2015 Juni	0,6	0,2	-0,3	0,0	1,8	3,0	1,9	-0,1	0,4	-0,3	0,6	0,6
			<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2015 Juni	-17,8	-0,1	-0,5	0,0	2,0	0,0	0,6	-10,4	1,7	2,0	-14,2	-17,5

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 Q2	185,1	97,6	87,5	-3,6	-5,7	144,4	176,3	9,8	34,1	-72,9	0,4	-
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	-
2014 Nov.	174,1	112,0	62,1	46,7	31,5	55,1	34,8	1,2	70,0	45,7	1,0	-
Dez.	-131,1	-90,7	-40,4	-22,2	22,7	27,2	-1,3	2,6	-140,1	-112,1	1,4	-
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	112,8	130,8	-18,1	7,2	21,2	34,1	-17,4	4,2	72,2	127,1	-4,9	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2015 April	948,4	730,1	218,3	259,6	188,2	461,6	420,1	69,0	155,5	121,8	2,7	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2015 April	9,3	7,2	2,1	2,6	1,9	4,5	4,1	0,7	1,5	1,2	0,0	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- veränderungen	Zusam- men	Exporte	Importe
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
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 Q2	0,1	0,0	0,3	0,2	-0,5	-1,8	1,0	0,7	-	-	1,3	1,3
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
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 Q2	0,8	1,0	0,8	0,6	1,2	-1,5	4,9	2,8	-	-	3,2	3,8
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
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2014 Q2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	-	-
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	-	-
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 Q2	0,8	0,9	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
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	-	-

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	159,193	3,9	18,186	11,4	5,3	14,626	10,1	3,560	23,6	9,758	11,3	8,428	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,213	12,0	5,9	15,618	10,7	3,596	24,3	10,297	11,9	8,916	12,1	1,5
2014	160,315	4,6	18,598	11,6	6,1	15,192	10,4	3,406	23,6	9,896	11,4	8,702	11,8	1,7
2014 Q2	160,077	4,6	18,632	11,6	6,1	15,208	10,4	3,424	23,7	9,931	11,5	8,701	11,8	1,6
Q3	160,475	4,4	18,502	11,5	5,9	15,115	10,4	3,387	23,6	9,790	11,3	8,712	11,8	1,6
Q4	160,966	4,6	18,357	11,4	6,1	15,049	10,3	3,309	23,1	9,729	11,2	8,629	11,6	1,8
2015 Q1	160,084	4,7	17,974	11,2	5,9	14,741	10,1	3,234	22,7	9,557	11,1	8,417	11,4	1,7
2014 Dez.	-	-	18,205	11,3	-	14,933	10,2	3,272	22,9	9,660	11,2	8,545	11,5	-
2015 Jan.	-	-	18,066	11,3	-	14,814	10,1	3,253	22,8	9,619	11,1	8,447	11,4	-
Febr.	-	-	17,954	11,2	-	14,724	10,1	3,231	22,6	9,541	11,0	8,413	11,4	-
März	-	-	17,902	11,2	-	14,684	10,1	3,218	22,6	9,512	11,0	8,390	11,3	-
April	-	-	17,761	11,1	-	14,592	10,0	3,169	22,3	9,405	10,9	8,356	11,3	-
Mai	-	-	17,726	11,1	-	14,590	10,0	3,136	22,1	9,409	10,9	8,317	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- einkang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt	Hauptgruppen							Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2012	-2,4	-2,6	-4,5	-1,0	-2,5	-0,1	-4,9	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-3,2	-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	1,6	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 Q2	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,0	3,6	1,4	1,2	2,0	-0,3	3,9
Q3	0,6	1,2	0,5	1,4	1,9	-3,1	-1,2	2,3	0,8	-0,3	2,0	-0,5	4,1
Q4	0,3	0,9	-0,4	0,9	2,6	-3,3	-0,6	2,8	2,1	0,7	3,1	1,4	1,6
2015 Q1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,4	1,1	2,2	1,0	3,3	2,2	9,0
2014 Dez.	0,7	1,3	0,2	1,9	1,6	-1,9	-2,2	3,0	3,2	2,1	4,0	2,7	0,0
2015 Jan.	0,6	0,2	-0,3	0,4	0,3	2,6	0,7	0,5	2,5	2,1	3,1	2,7	11,0
Febr.	1,9	1,2	-0,4	1,4	2,4	6,9	-3,5	0,7	2,4	0,9	3,6	3,2	8,1
März	2,1	1,9	0,3	1,3	4,0	4,5	-1,9	2,0	1,8	0,1	3,2	0,8	8,2
April	0,9	0,9	0,0	2,2	-0,1	0,7	0,0	2,6	2,7	1,5	3,8	2,6	6,5
Mai	1,6	2,4	2,2	4,1	0,1	-4,2	.	.	2,4	1,7	3,4	0,7	6,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2014 Dez.	0,6	0,6	1,1	1,1	-0,3	1,0	0,3	2,5	0,5	0,3	0,6	1,8	4,9
2015 Jan.	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,6	1,5	1,1	-2,2	0,3	0,8	0,4	0,7	1,9
Febr.	1,0	1,0	0,0	0,7	2,2	1,3	-1,5	0,0	0,0	-0,7	0,6	-0,8	-0,1
März	-0,4	-0,3	0,0	-0,3	0,3	-1,6	0,6	1,3	-0,4	-0,5	-0,3	-1,0	-0,2
April	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,4	-1,3	0,3	1,8	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7
Mai	-0,4	0,0	0,1	1,0	-0,9	-3,2	.	.	0,2	0,4	0,4	-0,7	-1,5

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,2	-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	87,7	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	81,0	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,1	51,4	52,6	53,6	53,3
Q2	103,7	-3,2	.	-5,3	-24,9	-0,1	7,6	.	52,3	53,4	54,1	53,9
2015 Jan.	101,5	-4,5	81,0	-8,5	-25,3	-2,7	5,3	87,8	51,0	52,1	52,7	52,6
Febr.	102,3	-4,6	-	-6,7	-25,1	-1,3	5,3	-	51,0	52,1	53,7	53,3
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	81,1	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,4	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	-1,1	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2

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	95,5	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,8	.	3,3	10,1	2,0
2012	12,6	97,5	-1,8	1,7	-4,6	0,7	-2,2	31,0	1,9	133,3	1,5	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,6	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,2	132,2	2,1	-1,7	1,1
2014 Q2	12,6	95,4	0,4	1,5	-0,2	3,0	-0,1	30,9	3,3	133,2	2,3	2,0	1,1
Q3	12,7	94,9	1,7	1,6	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,9	1,8	1,9	0,8
Q4	12,7	94,8	1,3	1,8	-0,5	2,6	1,0	32,2	2,6	133,4	1,9	0,9	1,1
2015 Q1	12,7	94,3	2,2	2,1	-0,1	.	.	.	2,7	134,9	2,3	1,0	1,6

Quellen: EZB und Eurostat.

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

3 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	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 Q2	829,9	784,0	45,9	488,3	431,4	170,7	153,2	147,9	139,5	23,0	59,8	7,6	3,4
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
2014 Nov.	280,4	265,7	14,8	168,0	143,9	59,3	54,9	45,4	46,3	7,8	20,5	3,7	1,1
Dez.	281,7	261,2	20,5	167,8	143,1	60,4	55,8	45,5	42,4	8,0	19,8	5,8	3,0
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	286,0	263,7	22,3	171,9	141,5	59,6	56,3	46,5	44,5	8,0	21,5	2,4	1,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2015 April	3 385,0	3 135,5	249,5	2 003,8	1 721,8	710,5	647,4	573,5	531,6	97,1	234,7	35,9	16,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2015 April	33,3	30,9	2,5	19,7	16,9	7,0	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 Q2	0,6	0,3	480,9	234,6	95,9	137,7	394,8	437,7	271,1	61,0	99,1	281,6	77,5
Q3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,8	139,5	397,7	439,4	269,6	61,9	100,9	287,5	73,3
Q4	4,5	-0,2	498,1	237,1	102,3	145,0	409,2	434,6	260,0	63,2	102,2	292,3	66,1
2015 Q1	5,0	0,4	503,7	240,2	103,2	148,5	419,7	439,8	256,4	68,0	107,1	309,6	58,5
2014 Nov.	1,1	-1,8	166,7	79,4	34,2	48,9	136,2	145,8	86,5	21,2	33,8	96,6	21,6
Dez.	8,4	1,4	165,6	78,2	34,2	48,0	137,5	142,7	84,7	20,7	34,4	98,6	21,2
2015 Jan.	-0,7	-6,0	163,8	78,4	33,9	47,6	135,8	142,3	82,6	22,1	34,8	99,6	19,3
Febr.	4,3	-0,1	168,5	80,4	34,9	49,6	140,9	145,9	85,2	22,8	35,4	103,2	19,0
März	10,9	7,4	171,4	81,4	34,4	51,3	143,0	151,6	88,6	23,1	36,9	106,8	20,2
April	8,8	2,8	173,4	.	.	.	143,3	149,1	.	.	.	102,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2014 Q2	0,7	2,3	114,6	113,1	113,8	116,9	115,4	101,5	101,5	98,6	103,0	103,9	92,2
Q3	1,2	2,1	114,5	112,6	114,3	116,4	114,7	101,5	101,2	100,0	102,9	104,4	88,7
Q4	2,9	1,7	117,2	113,5	119,2	121,0	116,7	101,8	101,8	98,3	101,8	103,7	97,2
2015 Q1	2,4	3,7	117,2	114,3	118,1	121,8	117,6	104,1	104,8	101,2	103,3	106,4	111,4
2014 Nov.	-0,6	-0,7	117,4	113,7	119,2	122,6	116,5	102,3	100,8	101,4	100,7	103,3	93,0
Dez.	7,5	5,0	117,2	113,1	118,5	120,5	117,4	102,0	103,0	94,6	102,8	104,3	106,5
2015 Jan.	-1,6	-1,0	115,8	112,8	117,7	119,7	115,2	103,2	103,5	101,8	102,0	104,3	117,4
Febr.	1,5	3,5	117,5	114,8	120,0	121,8	118,6	103,6	104,6	102,6	102,0	106,3	109,6
März	6,8	8,5	118,2	115,3	116,7	124,0	119,1	105,5	106,2	99,3	106,0	108,4	107,1
April	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB und Eurostat.

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

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)							Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2005 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 Q3	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,4	0,2	1,6	
Q4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	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 Jan.	115,9	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,2	0,0	-0,9	1,3	
Febr.	116,6	-0,3	0,7	-1,4	1,2	0,3	0,1	0,6	0,0	1,6	0,3	-0,5	1,2	
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	0,0	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	

	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	Wohnungs- 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 Jan.	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,1	1,2
Febr.	0,5	0,5	0,4	-2,4	-0,1	-7,9	1,3	1,3	1,5	-1,9	1,6	1,3
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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Energie	Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ^{1), 2)}	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						Zu- sammen					Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel
			Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter									
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9					
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,2		
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	-1,7		
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	1,2		
2014 Q2	107,1	-1,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,4	0,3	-3,1	0,2	0,1	0,8		
Q3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	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	2,9		
2015 Q1	104,5	-2,8	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,4	0,3	1,0	.		
2014 Dez.	105,2	-2,7	-2,5	-0,4	-1,0	0,6	-0,7	-1,4	0,2	-8,3	-	-	-		
2015 Jan.	104,0	-3,5	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,5	0,1	-10,5	-	-	-		
Febr.	104,6	-2,8	-2,6	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	-1,4	0,3	-8,1	-	-	-		
März	104,9	-2,3	-1,9	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-1,1	0,2	-6,7	-	-	-		
April	104,8	-2,1	-1,8	-0,4	-0,8	0,8	-0,8	-1,4	0,1	-6,4	-	-	-		
Mai	104,8	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,4	-	-	-		

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

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)								
	Insgesamt (saison- berei- tigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung							Zu- sammen	Nahrungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen							Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
Gewichte in %									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0				
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	5,7	2,6
2015 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	42,8	-1,3	13,6	-8,2	5,7	16,8	-2,5
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	52,0	-0,8	8,4	-5,4	4,7	10,5	0,1
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	-0,1	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	56,7	-0,1	3,2	-1,9	3,4	5,9	1,1

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 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	-15,5	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
2015 Jan.	-6,0	-3,2	-0,3	-17,1	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Febr.	-5,8	0,5	2,0	-17,7	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6
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	-15,0	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
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 Q2	106,3	1,5	1,5	1,4	1,6	1,3	1,8
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

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	103,3	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	7	8	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				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	9 780,9	
2013	908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9 830,0	
2014	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,5	2 129,5	3 735,1	9 650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10 306,3	
2014 Q2	931,5	4 627,3	5 558,9	1 671,1	2 131,2	3 802,3	9 361,2	129,7	409,3	65,6	604,5	9 965,7	
Q3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10 087,8	
Q4	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,5	2 129,5	3 735,1	9 650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10 306,3	
2015 Q1	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	98,0	660,4	10 491,1	
2014 Dez.	967,3	4 948,4	5 915,7	1 605,5	2 129,5	3 735,1	9 650,8	122,2	427,4	105,9	655,5	10 306,3	
2015 Jan.	984,8	5 057,3	6 042,2	1 580,5	2 120,7	3 701,1	9 743,3	119,5	438,6	103,0	661,1	10 404,5	
Febr.	992,4	5 106,6	6 099,0	1 536,0	2 123,4	3 659,4	9 758,5	132,4	443,1	108,9	684,3	10 442,8	
März	993,7	5 174,3	6 168,0	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,7	125,9	436,5	98,0	660,4	10 491,1	
April	1 003,3	5 187,9	6 191,2	1 518,2	2 150,9	3 669,0	9 860,3	130,9	450,8	104,7	686,4	10 546,7	
Mai ^(p)	1 006,7	5 263,7	6 270,4	1 486,5	2 157,1	3 643,5	9 913,9	112,1	442,9	94,9	649,8	10 563,8	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	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	369,5	427,4	-92,7	3,5	-89,3	338,1	0,8	10,8	14,0	25,5	363,6	
2014 Q2	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-4,3	-7,6	0,5	77,1	
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	125,2	144,4	-41,8	-9,1	-50,9	93,5	-0,5	11,1	19,9	30,5	124,0	
2015 Q1	25,2	189,9	215,2	-63,9	4,8	-59,1	156,1	2,4	4,9	-9,2	-1,9	154,2	
2014 Dez.	10,8	12,7	23,5	-14,2	-10,5	-24,7	-1,2	-6,3	-4,6	17,5	6,5	5,4	
2015 Jan.	16,4	82,0	98,3	-34,9	-8,3	-43,2	55,1	-3,5	7,1	-4,1	-0,5	54,6	
Febr.	7,6	47,6	55,2	-19,2	2,7	-16,5	38,6	12,8	4,4	7,0	24,2	62,8	
März	1,3	60,4	61,7	-9,7	10,3	0,7	62,3	-6,9	-6,6	-12,1	-25,6	36,7	
April	9,6	35,2	44,8	-9,2	3,8	-5,5	39,3	5,4	14,3	7,7	27,3	66,7	
Mai ^(p)	3,4	71,6	75,0	-33,0	6,1	-26,9	48,1	-19,0	-7,9	-10,1	-37,0	11,1	
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	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7	
2014 Q2	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-7,5	-28,8	-8,7	1,6	
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	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7	
2015 Q1	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	12,4	5,7	4,7	
2014 Dez.	6,4	8,2	7,9	-5,5	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	20,3	4,1	3,7	
2015 Jan.	7,7	9,2	8,9	-6,7	-0,1	-3,0	4,0	-4,7	1,3	13,0	1,2	3,8	
Febr.	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,3	4,8	4,1	
März	7,3	10,6	10,0	-7,8	0,3	-3,3	4,6	5,2	5,3	12,4	5,7	4,7	
April	8,2	10,9	10,5	-8,2	0,5	-3,3	4,9	7,4	9,0	41,9	11,9	5,3	
Mai ^(p)	8,3	11,8	11,2	-10,4	0,7	-4,2	5,0	-9,1	7,6	18,0	5,0	5,0	

Quelle: EZB.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					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	1 813,4	1 329,3	368,2	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,3	218,5	330,8
2014 Q2	1 751,9	1 244,6	394,7	97,3	15,3	5 481,4	2 623,1	859,8	1 994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
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	1 813,4	1 329,3	368,2	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,3	218,5	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	953,5	225,1	339,0
2014 Dez.	1 813,4	1 329,3	368,2	96,4	19,5	5 556,7	2 753,3	810,6	1 989,9	2,8	886,3	218,5	330,8
2015 Jan.	1 853,5	1 379,5	366,2	96,4	11,4	5 565,6	2 786,5	795,4	1 979,9	3,8	886,7	228,3	343,9
Febr.	1 851,9	1 393,6	347,1	97,2	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	906,0	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	953,5	225,1	339,0
April	1 843,5	1 386,9	332,9	112,8	10,9	5 609,3	2 857,2	756,5	1 991,9	3,7	960,7	230,1	344,2
Mai ^(p)	1 851,6	1 403,6	324,0	111,9	12,2	5 623,7	2 876,8	746,5	1 996,6	3,8	967,7	231,5	344,9
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	68,0	89,8	-25,6	1,2	2,5	140,2	209,0	-65,7	-1,5	-1,7	46,1	5,8	20,9
2014 Q2	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
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	6,4	15,9	-12,2	-1,4	4,0	25,9	67,6	-33,1	-6,6	-2,0	56,0	-8,7	-5,8
2015 Q1	29,8	49,2	-17,1	2,6	-4,9	39,3	81,5	-43,3	0,0	1,1	50,4	5,1	8,7
2014 Dez.	-20,1	-20,3	-3,3	-2,8	6,3	4,8	23,6	-15,3	-1,6	-1,9	11,2	-11,5	-2,7
2015 Jan.	27,3	39,7	-4,1	-0,1	-8,3	-3,5	25,3	-20,6	-9,3	1,0	-11,0	9,0	13,5
Febr.	11,8	13,4	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,4	-4,3	5,8
März	-9,2	-4,0	-8,0	1,8	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,4	-10,7
April	0,7	9,4	-6,7	1,9	-3,9	12,7	16,9	-5,1	1,3	-0,3	11,0	5,4	5,3
Mai ^(p)	5,6	14,8	-9,5	-1,0	1,2	13,7	19,1	-10,3	4,7	0,2	4,7	1,1	0,6
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	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2014 Q2	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
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	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Q1	4,6	9,5	-10,0	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
2014 Dez.	3,9	7,5	-6,3	1,3	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,2	7,0
2015 Jan.	4,9	10,0	-8,1	1,5	-34,8	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-20,8	5,7	0,5	8,9
Febr.	4,8	9,9	-8,9	1,4	-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	3,5	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,7	5,2
April	4,3	9,8	-11,5	5,4	-37,8	2,9	9,9	-11,5	0,1	-35,3	15,6	1,6	7,4
Mai ^(p)	4,3	10,4	-14,0	4,3	-24,1	2,9	10,2	-12,6	0,2	-25,3	13,4	2,1	8,0

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 Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
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	3 608,5	1 131,5	2 477,0	12 566,3	10 513,1	-	4 279,5	5 200,6	904,8	128,1	1 278,4	774,9
2014 Q2	3 449,1	1 101,7	2 347,4	12 588,4	10 464,8	-	4 306,3	5 191,0	868,5	99,0	1 317,4	806,3
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	3 608,5	1 131,5	2 477,0	12 566,3	10 513,1	-	4 279,5	5 200,6	904,8	128,1	1 278,4	774,9
2015 Q1	3 673,2	1 153,2	2 520,0	12 680,4	10 615,3	-	4 310,2	5 234,8	935,6	134,6	1 276,9	788,3
2014 Dez.	3 608,5	1 131,5	2 477,0	12 566,3	10 513,1	-	4 279,5	5 200,6	904,8	128,1	1 278,4	774,9
2015 Jan.	3 653,0	1 148,7	2 504,3	12 634,4	10 581,4	-	4 301,0	5 223,2	918,3	138,9	1 277,3	775,6
Febr.	3 638,5	1 146,5	2 492,1	12 653,1	10 589,7	-	4 313,0	5 222,2	917,5	137,1	1 272,9	790,4
März	3 673,2	1 153,2	2 520,0	12 680,4	10 615,3	-	4 310,2	5 234,8	935,6	134,6	1 276,9	788,3
April	3 699,0	1 151,5	2 547,4	12 651,7	10 606,0	-	4 301,6	5 233,9	933,5	137,1	1 263,9	781,8
Mai ⁶⁾	3 696,2	1 144,0	2 552,1	12 660,8	10 608,5	-	4 298,6	5 242,0	923,8	144,1	1 261,1	791,2
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	72,6	16,3	56,3	-103,8	-50,9	18,6	-59,9	-13,7	11,1	11,6	-88,2	35,3
2014 Q2	-27,2	-10,3	-16,9	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,5	9,7
Q3	40,4	-1,4	41,8	-18,9	-10,6	-10,8	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
Q4	46,5	12,8	33,7	5,4	23,2	33,7	3,3	6,4	6,9	6,6	-34,8	17,0
2015 Q1	38,4	21,6	16,8	36,2	45,8	53,1	8,7	19,7	11,4	6,0	-2,3	-7,3
2014 Dez.	23,2	8,0	15,3	24,6	24,2	25,0	9,9	3,3	8,4	2,5	-17,1	17,5
2015 Jan.	32,3	13,5	18,7	8,5	16,6	17,2	1,8	5,6	-1,3	10,5	0,7	-8,8
Febr.	-20,5	2,7	-23,1	10,5	8,1	15,3	10,2	1,3	-1,5	-1,9	-5,7	8,0
März	26,6	5,4	21,2	17,2	21,1	20,6	-3,2	12,8	14,2	-2,6	2,7	-6,6
April	36,8	-1,4	38,2	-10,3	6,8	17,3	-0,3	3,6	0,9	2,7	-10,7	-6,4
Mai ⁶⁾	9,8	-7,7	17,5	5,0	-0,2	8,0	-4,3	7,9	-10,7	7,0	-3,0	8,1
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	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2014 Q2	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
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	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 Q1	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,8	3,1
2014 Dez.	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-6,5	4,4
2015 Jan.	2,3	1,6	2,6	-0,6	-0,2	0,5	-1,1	-0,1	1,5	19,3	-6,5	3,3
Febr.	1,9	1,5	2,0	-0,4	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,2
März	2,8	2,0	3,2	-0,2	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,8	3,1
April	3,8	2,4	4,5	0,0	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,3	2,7
Mai ⁶⁾	4,0	0,9	5,5	0,2	0,5	1,0	-0,3	0,9	-0,9	26,9	-5,1	3,8

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
	1	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt ⁴⁾				2	3				6	Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt^{4)}	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	4 279,5	-	1 081,0	724,5	2 474,0	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2014 Q2	4 306,3	-	1 058,1	734,1	2 514,1	5 191,0	-	570,3	3 832,2	788,5
Q3	4 288,1	-	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	-	567,1	3 843,7	783,8
Q4	4 279,5	-	1 081,0	724,5	2 474,0	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2015 Q1	4 310,2	-	1 089,9	738,9	2 481,4	5 234,8	-	567,9	3 891,7	775,3
2014 Dez.	4 279,5	-	1 081,0	724,5	2 474,0	5 200,6	-	563,2	3 861,3	776,1
2015 Jan.	4 301,0	-	1 087,4	735,5	2 478,2	5 223,2	-	566,2	3 879,7	777,3
Febr.	4 313,0	-	1 090,4	734,8	2 487,8	5 222,2	-	565,2	3 883,4	773,6
März	4 310,2	-	1 089,9	738,9	2 481,4	5 234,8	-	567,9	3 891,7	775,3
April	4 301,6	-	1 089,9	737,1	2 474,6	5 233,9	-	566,9	3 893,8	773,2
Mai ^(p)	4 298,6	-	1 084,7	741,9	2 472,0	5 242,0	-	568,1	3 901,1	772,9
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	-59,9	-46,6	-13,8	0,7	-46,8	-13,7	42,3	-3,0	-2,0	-8,7
2014 Q2	-18,7	-7,5	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
Q3	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,5	1,2	13,1	-6,1
Q4	3,3	5,8	-7,4	8,0	2,7	6,4	14,9	-2,2	10,6	-2,0
2015 Q1	8,7	11,8	-0,6	8,0	1,3	19,7	23,9	2,5	17,6	-0,4
2014 Dez.	9,9	10,3	7,0	-1,7	4,7	3,3	4,2	-2,5	6,5	-0,8
2015 Jan.	1,8	1,7	-1,8	5,3	-1,7	5,6	6,2	0,1	6,4	-0,8
Febr.	10,2	12,3	3,1	-1,1	8,1	1,3	6,3	-0,6	3,8	-1,8
März	-3,2	-2,2	-1,9	3,8	-5,2	12,8	11,5	3,0	7,5	2,3
April	-0,3	1,9	3,3	-0,4	-3,2	3,6	11,9	-0,9	5,4	-0,9
Mai ^(p)	-4,3	1,3	-6,3	4,6	-2,6	7,9	10,3	1,6	6,7	-0,4
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	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2014 Q2	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
Q3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Q4	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2015 Q1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
2014 Dez.	-1,4	-1,1	-1,3	0,1	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	0,0	-1,1
2015 Jan.	-1,1	-0,8	-0,9	1,1	-1,9	-0,1	0,9	-0,4	0,1	-1,0
Febr.	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	1,0	-0,5	0,0	-1,1
März	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,3	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
April	-0,4	-0,1	0,3	1,2	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,1	-0,9
Mai ^(p)	-0,3	0,1	0,3	2,2	-1,3	0,9	1,4	0,5	1,4	-1,1

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2012	305,4	7 570,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 387,4	1 029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 305,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 333,9	1 153,9	124,5	183,8	122,1
2014	262,1	7 178,6	2 253,1	92,0	2 375,3	2 458,2	1 388,0	184,1	184,5	139,8
2014 Q2	270,3	7 295,3	2 301,8	90,1	2 455,1	2 448,4	1 346,1	147,7	171,3	119,0
Q3	249,7	7 332,4	2 278,6	92,4	2 457,0	2 504,3	1 419,5	179,8	163,6	121,7
Q4	262,1	7 178,6	2 253,1	92,0	2 375,3	2 458,2	1 388,0	184,1	184,5	139,8
2015 Q1	287,6	7 321,3	2 259,8	90,5	2 394,8	2 576,2	1 509,6	236,8	234,7	159,1
2014 Dez.	262,1	7 178,6	2 253,1	92,0	2 375,3	2 458,2	1 388,0	184,1	184,5	139,8
2015 Jan.	306,0	7 292,7	2 245,5	92,8	2 402,6	2 551,8	1 481,3	234,5	203,3	133,3
Febr.	262,9	7 302,7	2 263,4	91,6	2 396,3	2 551,3	1 450,9	265,8	226,3	144,5
März	287,6	7 321,3	2 259,8	90,5	2 394,8	2 576,2	1 509,6	236,8	234,7	159,1
April	260,2	7 232,6	2 235,8	88,7	2 355,3	2 552,8	1 450,5	238,3	209,3	132,1
Mai ^(p)	275,9	7 225,6	2 232,0	87,4	2 342,5	2 563,7	1 466,7	241,6	222,9	140,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,0	-119,7	1,8	-154,7	110,6	244,9	-18,9	0,7	17,7
2014 Q2	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	74,9	23,9	-5,8	2,3
Q3	-20,9	-3,1	-28,4	2,3	-28,5	51,5	38,4	25,3	-7,7	2,6
Q4	4,4	-95,4	-25,1	1,0	-77,2	5,9	36,8	-55,7	20,9	18,1
2015 Q1	22,2	-47,8	-30,7	-2,5	-47,4	32,8	1,8	52,2	50,1	19,3
2014 Dez.	0,4	-44,0	-6,2	2,4	-34,0	-6,2	-25,2	-60,8	0,1	9,0
2015 Jan.	40,6	-11,9	-16,1	-0,2	-12,7	17,2	-3,4	45,9	18,8	-6,5
Febr.	-43,1	-17,9	-8,5	-1,2	-12,0	3,7	-21,4	33,1	23,0	11,3
März	24,7	-18,0	-6,1	-1,1	-22,7	11,9	26,5	-26,9	8,3	14,6
April	-27,3	-39,5	-21,6	-1,8	-18,9	2,8	-28,7	2,0	-25,3	-27,0
Mai ^(p)	15,7	-17,7	-5,1	-1,3	-24,5	13,2	4,6	-10,3	13,6	8,6
Wachstumsraten										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 Q2	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
Q3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Q4	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 Q1	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
2014 Dez.	-2,7	-2,2	-5,1	2,0	-6,1	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 Jan.	22,3	-2,3	-5,6	2,5	-6,0	4,6	-	-	22,4	28,3
Febr.	-4,4	-2,4	-5,7	0,8	-5,9	4,3	-	-	27,0	28,4
März	5,6	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	4,0	-	-	32,5	36,3
April	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,4	-	-	28,6	33,0
Mai ^(p)	-2,6	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	-	-	51,4	51,4

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, Einnahmen und Ausgaben^{1), 2)}

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungs-saldo	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens-wirksame Ausgaben
		Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver-mögens-wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens-wirksame Ausgaben		
			Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial-beiträge			Arbeitnehmer-entgelt	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Sozial-ausgaben ³⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	-3,9	44,7	44,5	11,7	12,7	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,0	4,3
2012	-3,4	45,8	45,6	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,4	5,3	3,0	23,5	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,8	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014	-2,1	46,5	46,3	12,5	13,3	15,5	0,3	48,7	44,9	10,3	5,3	2,6	24,0	3,8
2014 Q1	-2,7	46,6	46,1	12,5	13,0	15,4	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,8	23,0	4,0
Q2	-2,6	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
Q3	-2,4	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
Q4	-2,4	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7

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

1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder. Vierteljährliche Quoten als kumulierte Vierquartalsummen.

2) Einschließlich Transaktionen des EU-Haushalts (Jahreswerte konsolidiert).

3) Jahresdaten einschließlich laufender Transfers an private Organisationen ohne Erwerbszweck.

6.2 Verschuldung¹⁾

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschreibungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets-fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														1
2011	85,8	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 Q1	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	92,7	2,6	16,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,0	2,6	16,6	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,9	2,7	16,8	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.3 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments ³⁾									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 Q1	1,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,6	0,4	1,4	3,0	
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	0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,4	0,4	1,1	2,7	
Q4	1,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,2	1,0	2,7	

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

1) Die Angaben beziehen sich auf die 19 Euro-Länder. Vierteljährliche Quoten (außer Spalte 1) als kumulierte Vierquartalsummen.

2) Differenz gegenüber der Vorperiode, d. h. gegenüber dem Vorjahr (jährliche Schuldenquote) bzw. gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal (vierteljährliche Schuldenquote).

3) Quartalswerte einschließlich der zwischenstaatlichen Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise.

6.4 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

(Schuldendienst in % des BIP; durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren; nominale Durchschnittsrenditen in % p. a.)

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Insgesamt	Tilgung ⁵⁾		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 Q1	16,8	14,7	4,9	2,1	0,5	6,4	3,4	1,7	1,0	3,7	2,7	1,2	1,7	
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 Jan.	15,7	13,6	5,1	2,0	0,5	6,5	3,1	1,4	0,4	3,5	2,7	0,8	1,7	
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	15,5	13,5	4,9	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,8	0,3	1,4	

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates.

2) Tilgungs- und Zinsausgabenströme während der Schuldendienstperiode.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

5) Ohne Berücksichtigung kurzfristiger Schuldverschreibungen, die innerhalb der nächsten zwölf Monate begeben und getilgt werden.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(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 Q1	-3,0	0,3	-0,2	-5,5	-10,2	-6,5	-3,9	-2,8	-12,9	
Q2	-3,3	0,3	-0,3	-5,2	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9	
Q3	-3,1	0,6	-0,2	-4,7	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2	
Q4	-3,2	0,7	0,6	-4,1	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8	
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 Q1	108,5	75,8	10,5	121,8	174,3	94,9	94,2	131,2	102,6	
Q2	108,9	75,6	10,5	116,8	177,4	96,4	95,3	134,1	109,7	
Q3	108,3	75,1	10,5	114,3	175,8	96,8	95,4	132,0	104,7	
Q4	106,6	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,2	132,1	107,5	
	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 Q1	-0,4	-1,0	1,4	-3,0	-3,1	-1,5	-3,9	-13,5	-2,6	-2,6
Q2	-0,3	-1,3	1,1	-3,5	-3,0	-1,2	-4,6	-12,8	-2,6	-2,8
Q3	0,0	-0,7	0,5	-2,7	-2,6	-1,2	-4,4	-12,8	-2,8	-2,9
Q4	-1,4	-0,7	.	-2,1	-2,3	-2,4	-4,5	-4,9	-2,9	-3,2
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 Q1	38,6	39,7	23,7	71,8	68,1	81,1	133,3	77,1	57,6	57,3
Q2	41,0	38,6	23,6	74,4	69,5	82,3	130,8	78,2	55,7	58,7
Q3	40,4	38,1	23,3	71,7	69,0	80,8	132,2	77,7	55,4	58,2
Q4	40,0	40,9	.	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3

Quelle: Eurostat.

1) Vierteljährliche Quoten als kumulierte Vierquartalsummen (Stromgrößen und BIP).

© **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 15. Juli 2015.

ISSN 2363-3409 (ePub-Version)
ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-15-005-DE-E (ePub-Version)
EU-Katalognummer: QB-BP-15-005-DE-N (Online-Version)