



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2017



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	14
3 Konjunkturentwicklung	19
4 Preise und Kosten	25
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	30
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	38
Kästen	43
1 Entwicklungen an den Finanzmärkten der Schwellenländer nach der US-Präsidentschaftswahl 2016 im Vergleich zu Entwicklungen nach dem „Tapering Talk“ 2013	43
2 Analyse der Nettokapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet im Bereich der Wertpapieranlagen	48
3 Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen: Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse	54
4 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 26. Oktober 2016 bis zum 24. Januar 2017	61
5 Neue Statistik über Versicherungsgesellschaften im Euro-Währungsgebiet	66
6 Konzeptionelle Fragestellungen zur Messung des fiskalischen Spielraums	68
7 Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2017 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2016	73
Aufsätze	80
1 Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz aus globaler Sicht	80
2 Heterogenität auf Unternehmensebene und Wettbewerbsfähigkeit in der Europäischen Union	98
Statistik	122

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick

Der EZB-Rat kam auf seiner geldpolitischen Sitzung am 9. März 2017 zu dem Schluss, dass es nach wie vor eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich Druck auf die Kerninflation aufbaut und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben weiterhin zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen, die erforderlich sind, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Die anhaltende Transmission dieser Maßnahmen auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte fördert die Kreditschöpfung und unterstützt die sich kontinuierlich festigende Erholung der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet. Die Gesamtinflation hat erneut angezogen, was in erster Linie auf einen Anstieg der Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln zurückzuführen war. Der Druck auf die Kerninflation bleibt jedoch verhalten. Der EZB-Rat wird auch künftig Änderungen der HVPI-Teuerungsrate außer Acht lassen, wenn diese als vorübergehend angesehen werden und davon auszugehen ist, dass sie keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 9. März 2017

Die Weltwirtschaft erholt sich weiter. Das weltweite Wachstum hat sich im zweiten Halbjahr 2016 verbessert und dürfte auch Anfang 2017 – wenngleich aus historischer Sicht mit verhaltenem Tempo – weiter angehalten haben. Nach dem Wiederanstieg der Ölpreise hat sich die Gesamtinflation weltweit in den letzten Monaten erhöht, wobei davon ausgegangen wird, dass die langsam sinkenden Kapazitätsreserven die Kerninflation mittelfristig etwas stützen.

Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2016 sind die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet leicht gestiegen und weisen eine gewisse Volatilität auf. Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich verringert und liegen nach wie vor unter dem Stand von Anfang März 2016, als die Ankündigung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) erfolgte. Die marktbreiten Aktienindizes haben sich im Euroraum erhöht, und in den Vereinigten Staaten war ein ähnlich starker Anstieg zu beobachten. Der Euro hat in handelsgewichteter Rechnung geringfügig an Wert verloren.

Die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet festigt sich kontinuierlich. Das reale BIP des Euroraums erhöhte sich im Schlussquartal 2016 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal nach einem vergleichbaren Wachstum im dritten Jahresviertel. Aktuelle Daten, vor allem Umfrageergebnisse, haben den EZB-Rat in seiner Einschätzung bestärkt, dass sich der gegenwärtige Konjunkturaufschwung weiter festigen und an Breite gewinnen wird.

Mit Blick auf die Zukunft unterstützt die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB die Binnennachfrage und erleichtert den anhaltenden Prozess des Verschuldungsabbaus. Die Erholung der Investitionstätigkeit wird weiterhin durch sehr günstige Finanzierungsbedingungen und eine Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen gefördert. Darüber hinaus hat der Beschäftigungszuwachs, der auch von vergangenen Strukturreformen profitiert, positive Auswirkungen auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und stützt so die privaten Konsumausgaben. Zudem gibt es Anzeichen für eine etwas stärkere Erholung der Weltwirtschaft und einen anziehenden Welthandel. Allerdings wird das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet den Erwartungen zufolge durch die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 zufolge wird das jährliche reale BIP 2017 um 1,8 %, 2018 um 1,7 % und 2019 um 1,6 % steigen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für die Jahre 2017 und 2018 leicht nach oben korrigiert. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums haben sich abgeschwächt, es überwiegen aber weiterhin die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Februar weiter auf 2,0 % nach 1,8 % im Januar 2017 und 1,1 % im Dezember 2016. Ursächlich hierfür war vor allem ein deutlicher Anstieg der jährlichen Änderungsrate der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, während es bislang keine Anzeichen für einen überzeugenden Aufwärtstrend der Kerninflation gibt. Mit Blick auf die künftige Entwicklung dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten auf einem Niveau in der Nähe von 2 % bleiben, und zwar größtenteils aufgrund von Bewegungen der Jahresänderungsrate der Energiepreise.

Die Messgrößen der Kerninflation befinden sich jedoch weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Es wird damit gerechnet, dass sie, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, der erwarteten Fortsetzung der Konjunkturerholung und der damit verbundenen allmählichen Absorption der Unterauslastung, mittelfristig nur langsam ansteigen werden.

Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2017 auf 1,7 %, 2018 auf 1,6 % und 2019 auf 1,7 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen

Projektionen vom Dezember 2016 wurde der Ausblick für die HVPI-Gesamtinflation für 2017 deutlich und für 2018 leicht nach oben korrigiert; die Zahlen für 2019 blieben hingegen unverändert. Die Projektionen der Experten beruhen auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung aller geldpolitischen Maßnahmen der EZB.

Die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirken sich deutlich positiv auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte und somit die Kreditströme im gesamten Euroraum aus. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge blieb im Januar 2017 überwiegend stabil. Zugleich setzte sich die allmähliche Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor im vierten Quartal 2016 und im Januar fort. Die niedrigen Zinsen und die Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB stützen nach wie vor die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dürften sich im Schlussquartal 2016 insgesamt weiter erhöht haben.

Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet dürften in den kommenden Jahren weiter sinken. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet, der 2016 leicht expansiv war, dürfte 2017 bis 2019 weitgehend neutral ausfallen. Allerdings war die Reaktion der betroffenen Euro-Länder auf die Überprüfung ihrer Übersichten über die Haushaltsplanung 2017 durch die Europäische Kommission nicht zufriedenstellend, denn kein Staat, bei dem die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) als gefährdet gilt, hat wesentliche Maßnahmen ergriffen.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse bestätigte der EZB-Rat die Notwendigkeit, einen sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, um eine möglichst baldige und nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Der EZB-Rat beschloss, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und geht weiterhin davon aus, dass diese für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass die Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € bis Ende März 2017 fortgesetzt werden. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten soll ab April 2017 bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus im Umfang von monatlich 60 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten wird parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt. Sollten sich die Aussichten eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so bestätigte

der EZB-Rat darüber hinaus seine Bereitschaft, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft hat sich im zweiten Halbjahr 2016 positiv entwickelt, und das Wachstum wird den Erwartungen zufolge im ersten Quartal 2017 weiter anhalten, wenngleich das Tempo historisch betrachtet verhalten sein dürfte. Nach dem Wiederanstieg der Ölpreise hat sich die Gesamtinflation in den letzten Monaten weltweit erhöht, und es wird davon ausgegangen, dass die langsam sinkenden Kapazitätsreserven die Kerninflation mittelfristig etwas stützen.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Das weltweite Wachstum dürfte weiter anhalten, im historischen Vergleich jedoch gedämpft bleiben. Die jüngsten Datenveröffentlichungen bestätigen die Verbesserung der globalen Wirtschaftstätigkeit im zweiten Halbjahr 2016 und deuten auf ein anhaltendes Wachstum Anfang 2017 hin. Mit Blick auf die Zukunft wird davon ausgegangen, dass diese Entwicklung sowohl von den fortgeschrittenen als auch von den aufstrebenden Volkswirtschaften gestützt wird. So dürften insbesondere finanzpolitische Impulse die Konjunktur in den Vereinigten Staaten beflügeln und das allmähliche Nachlassen der starken Rezession in einigen der größeren Rohstoffexportländer das Wachstum in den Schwellenländern befördern. Die Unsicherheit bleibt jedoch aufgrund einer Reihe von Faktoren erhöht; dazu zählen die Ausgestaltung der Politik der neuen US-Regierung sowie ihre Auswirkungen auf die Binnenwirtschaft wie auch die Konjunktur weltweit, die Stärke der Erholung in den Rohstoffexportländern, die schrittweise Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft und die künftigen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union.

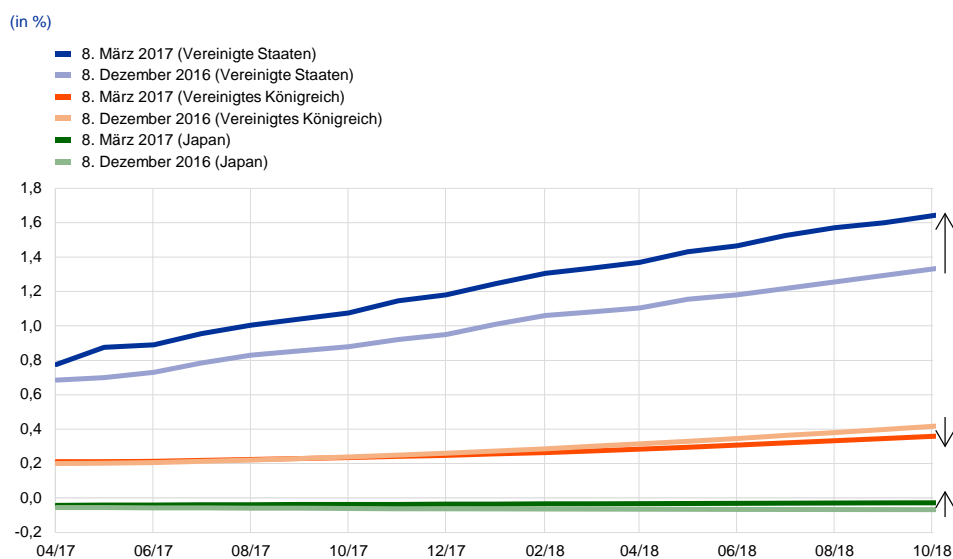
Die Finanzierungsbedingungen sind zwar insgesamt günstig geblieben sind, doch haben sie sich in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften verschärft.

Die Volatilität an den Finanzmärkten ist in den letzten Wochen gering geblieben, und die Aktienmärkte in den Industrieländern konnten weitere Gewinne verbuchen. Die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen legten leicht zu, während die entsprechenden Renditen in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor ein niedriges Niveau aufwiesen. In einigen Schwellenländern kam es hingegen zu einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, da sich die Renditeabstände von Staatsanleihen ausweiteten und die Währungen abwerteten, insbesondere die türkische Lira und der mexikanische Peso. Die Kapitalabflüsse aus den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt ließen Anzeichen einer Entspannung erkennen, da sie von kürzerer Dauer waren als in früheren von Unsicherheit geprägten Episoden. Allerdings waren im Dezember beträchtliche Mittelabflüsse aus China zu verzeichnen, die nur durch massive Kontrollmaßnahmen vonseiten der Behörden gestoppt werden konnten. In Kasten 1 werden die Finanzmarktentwicklungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit der US-Präsidentenwahl analysiert und mit den Entwicklungen verglichen, die in der Phase der Spekulationen über eine geldpolitische Straffung der Federal Reserve im Jahr 2013 („Taper Tantrum“) zu beobachten waren.

Die Geldpolitik war weiterhin akkommodierend, doch nehmen die Unterschiede zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu.

Nach dem Beschluss des Offenmarktausschusses der Federal Reserve im Dezember wies die Terminkurve für US-Tagesgeld in den letzten Monaten eine Aufwärtstendenz auf. Im Gegensatz dazu hielten die Bank of England und die Bank von Japan an ihrem akkommodierenden Kurs fest (siehe Abbildung 1). Diese Divergenz, welche die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung in den Industrieländern widerspiegelt, ist auch an den Wechselkursanpassungen erkennbar.

Abbildung 1
Erwartungen in Bezug auf die Leitzinsentwicklung



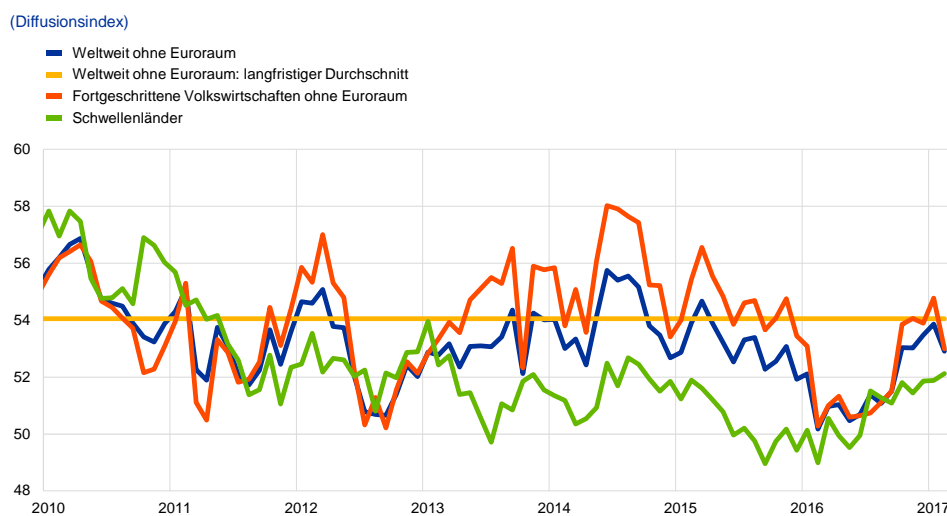
Quellen: Bloomberg und Bank of England.

Die jüngsten Datenveröffentlichungen bestätigen eine anhaltende Dynamik des Weltwirtschaftswachstums im Schlussquartal 2016.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) stieg von 51,5 Punkten im dritten auf 53,3 Zähler im vierten Quartal 2016, was auf eine Erholung des globalen Wachstums in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres hindeutet, und Anfang 2017 setzte sich dieser Trend fort (siehe Abbildung 2). Auf Länderebene legten die vierteljährlichen EMIs im Schlussquartal 2016 in allen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu. Was die Schwellenländer betrifft, so nahmen die Quartalszahlen auch in China und Russland zu, gingen in Indien – im Gefolge der jüngsten Demonetarisierungspolitik – und in Brasilien jedoch zurück und blieben in beiden Staaten unter der Schwelle von 50 Punkten. Mit Blick auf die Zukunft lassen die Frühindikatoren der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) weiterhin auf ein beschleunigtes Wachstum in mehreren Industrienationen schließen und deuten auf das Entstehen einer Wachstumsdynamik in großen aufstrebenden Volkswirtschaften hin.

Abbildung 2

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017. Die Schwellenländer umfassen China, Russland, Brasilien, Indien und die Türkei. Zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gehören die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan. Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis Februar 2017.

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten zeigte sich zum Jahresende

robuster. Gestützt wurde diese Entwicklung durch die Konsumausgaben und eine Wiederbelebung der Investitionstätigkeit, da die Anpassungen im Energiesektor und die negativen Auswirkungen des starken Dollar auf die Ertragslage der Unternehmen abnahmen. Solide Konsumausgaben und eine Erholung der privaten Investitionen sollten im laufenden Jahr eine moderate Expansion ermöglichen. Im weiteren Verlauf ist davon auszugehen, dass die Konjunktur kräftiger anzieht, vor allem aufgrund eines expansiveren finanzpolitischen Kurses, der von der neuen Regierung erwartet wird.

Im Vereinigten Königreich hat sich die Wirtschaftstätigkeit nach dem Referendum über den Verbleib in der EU als überraschend widerstandsfähig gezeigt.

Während die Investitionen im Schlussquartal 2016 angesichts der mit dem Brexit verbundenen Unsicherheit stagnierten, leisteten die privaten Konsumausgaben ungeachtet der im Vergleich zum Vorquartal verzeichneten Verlangsamung einen großen Beitrag zum BIP-Wachstum. Im Jahresverlauf 2017 dürfte die Konjunktur jedoch an Schwung verlieren. Der wechsellkursbedingte Anstieg der Verbraucherpreise dürfte zu einer Verringerung der privaten Konsumausgaben führen, während die Investitionsentscheidungen der Unternehmen wahrscheinlich von der Unsicherheit aufgrund des Brexit-Votums beeinflusst werden.

In Japan verlangsamte sich das reale BIP-Wachstum im letzten

Jahresviertel 2016 angesichts des Rückgangs der Binnennachfrage. Der durch einen schwächeren Yen gestützte Außenbeitrag und die im Ausland zunehmende Wirtschaftstätigkeit schlugen sich stärker im Wachstum des realen BIP nieder als die Inlandsnachfrage. Auf kurze Sicht sollte das Wachstum durch deutliche finanz- und geldpolitische Impulse wie auch durch die Auslandsnachfrage beflügelt werden. Blickt man etwas weiter in die Zukunft, dürfte die Wirtschaftsleistung angesichts der

Tatsache, dass die finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen des vergangenen Jahres nach und nach ihre Wirkung verlieren, im Zeitverlauf in Richtung der Potenzialrate sinken.

Das Wachstum in China hat sich im Schlussquartal 2016 getragen von einem starken Konsum und der Erholung der privaten Investitionen gefestigt. Die kurzfristigen Aussichten sind vom Ausmaß der Stimulierungsmaßnahmen geprägt, doch auf mittlere Sicht dürfte das Wirtschaftswachstum weiterhin einen allmählichen Abwärtstrend aufweisen. So wird sich insbesondere das Investitionswachstum weiter abschwächen, da die Überkapazitäten schrittweise abgebaut werden.

Das Wachstum des realen BIP in den Ländern Mittel- und Osteuropas verlangsamte sich im Jahresverlauf 2016 aufgrund der verzögerten Inanspruchnahme von EU-Mitteln zu Beginn der neuen Haushaltsperiode. Die schwächere Auslandsnachfrage trug ebenfalls zu der konjunkturellen Abkühlung bei. Allerdings wird auf mittlere Sicht damit gerechnet, dass die Wirtschaftsentwicklung angesichts der stabilen Konsumausgaben, der Aufhellung an den Arbeitsmärkten und einer besseren Absorption von Mitteln aus dem EU-Haushalt recht robust bleiben wird.

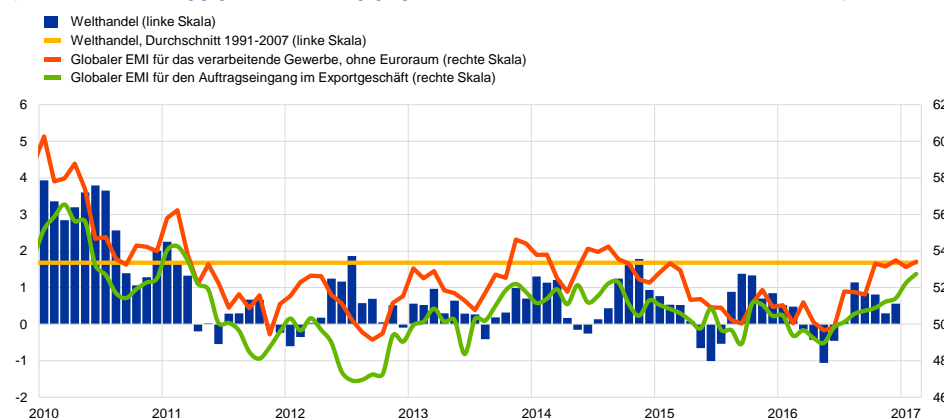
In den großen rohstoffexportierenden Ländern fallen die Anzeichen einer Erholung nach der tiefen Rezession uneinheitlich aus. In Russland kehrte sich das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2016 wieder ins Positive, was in erster Linie auf den Außenbeitrag zurückzuführen war. Die russische Zentralbank ließ die Leitzinsen zwar unverändert, doch wertete der russische Rubel auf, und an den Aktienmärkten wurden vor dem Hintergrund des wieder ansteigenden Ölpreises kräftige Kursgewinne verzeichnet. Künftig dürften jedoch Probleme im Hinblick auf die Haushaltslage das Geschäftsumfeld belasten, und die fehlenden Anlageinvestitionen und Strukturreformen könnten das Wachstumspotenzial durchaus beeinträchtigen. In Brasilien ging das reale BIP in der zweiten Jahreshälfte 2016 stärker zurück als erwartet. Auf kurze Sicht dürften der Konjunktur jedoch das sich allmählich stabilisierende Unternehmervertrauen, die sich verbessernden Terms of Trade und die sich lockernden Finanzierungsbedingungen zugutekommen. Allerdings wird der mittelfristige Ausblick nach wie vor durch erneute politische Unsicherheiten und die erforderliche Haushaltskonsolidierung getrübt.

Der Welthandel hat sich im zweiten Halbjahr 2016 belebt und dürfte seine Dynamik im ersten Quartal 2017 beibehalten. Die weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum) wurden für das dritte Quartal 2016 leicht nach oben korrigiert; damit bestätigte sich die in der ersten Jahreshälfte beobachtete Erholung. Die verfügbaren Indikatoren deuten zudem auf einen positiven Kurzfristausblick hin. Den Daten des Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) zufolge ist das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren im Dezember (im Dreimonatsvergleich) um 0,6 % gestiegen. Somit fiel der Zuwachs etwas niedriger aus als im dritten Jahresviertel, lässt aber noch immer auf ein nachhaltiges Wachstum schließen (siehe Abbildung 3). Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft nahm in den vergangenen Monaten weiter zu, was eine günstigere globale Handelsdynamik zu Beginn des laufenden Jahres nahelegt. Auf längere Sicht sind die Aussichten

zwar mit einer gewissen Unsicherheit bezüglich der künftigen Handelspolitik der Vereinigten Staaten behaftet, doch wird erwartet, dass der globale Handel weitgehend im Einklang mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung zunimmt.

Abbildung 3 Internationaler Warenhandel

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



Quellen: Markit, CPB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017 (EMIs) bzw. Dezember 2016 (Handel).

Das Weltwirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge von 2016 bis 2019 unter dem Strich sukzessive erhöhen. Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 wird sich das jährliche Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,1 % im Jahr 2016 auf 3,5 % im laufenden Jahr und 3,8 % in den Jahren 2018-2019 beschleunigen. Für den Euroraum wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Nachfrage aus dem Ausland von 1,6 % im Jahr 2016 auf 2,8 % im Jahr 2017, 3,4 % im Jahr 2018 und schließlich auf 3,5 % im Jahr 2019 zunehmen wird. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2016 wurden die globalen Wachstumsaussichten leicht nach oben korrigiert, was auf einige Datenrevisionen sowie die Einbeziehung der Erwartung gewisser fiskalischer Stimulierungsmaßnahmen in die Basisprojektion für die Vereinigten Staaten zurückzuführen ist. Unterdessen wurde das Wachstum der Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets für 2016-2017 aufgrund positiver Importdaten in der zweiten Jahreshälfte 2016 nach oben revidiert; für das Jahr 2019 erfolgte aber eine geringfügige Korrektur nach unten, die in erster Linie der Erwartung eines schwächeren Importwachstums in Lateinamerika und China geschuldet ist.

Die Unsicherheit, mit der die Basisprojektionen für die Weltkonjunktur behaftet sind, ist nach wie vor erhöht, wobei insgesamt die Abwärtsrisiken überwiegen. Die größten Risiken ergeben sich aus einer Zunahme des Handelsprotektionismus, der in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften an Boden gewinnt, einer ungeordneten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen weltweit, die insbesondere anfällige Schwellenländer in Mitleidenschaft ziehen könnte, möglichen Störungen im Zusammenhang mit dem Reform- und Liberalisierungsprozess in China und schließlich potenziellen Verwerfungen aufgrund der politischen und

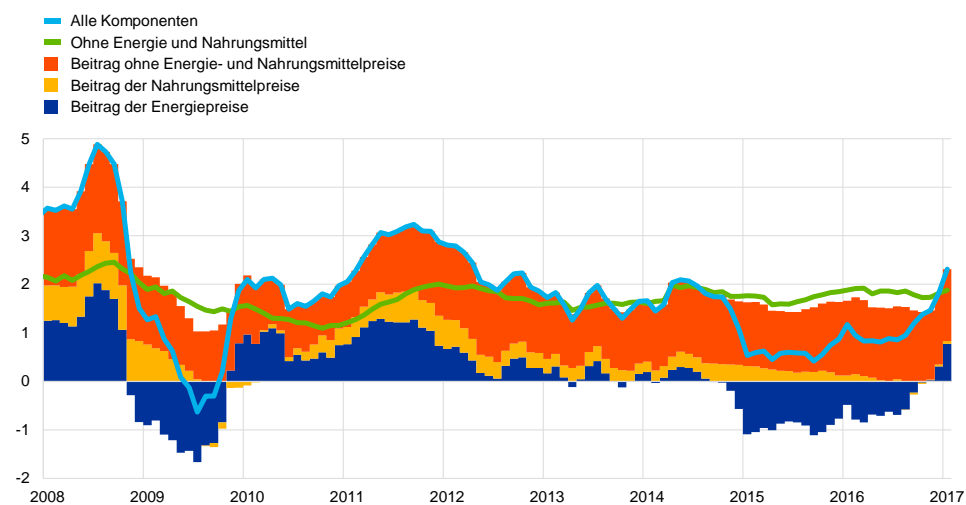
geopolitischen Ungewissheiten etwa in Bezug auf die künftigen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union.

Internationale Preisentwicklung

Die Gesamtinflation hat in den vergangenen Monaten infolge der Erholung der Ölpreise weltweit zugenommen. Der jährliche Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) in den OECD-Ländern beschleunigte sich im Januar auf 2,3 % und damit auf den höchsten Stand seit fast fünf Jahren. Zurückzuführen war dies vor allem auf die Erhöhung der Energiepreise, die im Vorjahresvergleich um 8,5 % zulegten. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet kletterte die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum von 1,8 % im Dezember auf 1,9 % im Januar (siehe Abbildung 4). Die Teuerung auf der Verbraucherstufe zog in allen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Januar weiter an. Demgegenüber ging die Inflation in den meisten wichtigen Volkswirtschaften außerhalb der OECD abermals zurück; eine Ausnahme hierbei bildete China, wo die Verbraucherpreise zulegten.

Abbildung 4
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: OECD.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Die Preise für Rohöl der Sorte Brent bewegen sich seit der Einigung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) vom 30. November 2016, die Förderung zu drosseln, in einer Spanne von 52 USD bis 56 USD je Barrel. Die weltweite Ölproduktion ist im Januar gesunken, was Rückgänge sowohl in OPEC- als auch in Nicht-OPEC-Ländern widerspiegelte. Die Fördermengen der OPEC-Staaten wurden so stark gekürzt wie nur selten in der Geschichte der Organisation, und auch Nicht-OPEC-Länder, die sich dem Beschluss zur Verringerung der Produktion angeschlossen hatten, trugen zum größten monatlichen Rückgang des weltweiten Ölangebots seit September 2008 bei. Allerdings dürfte mit Blick auf die Zukunft die Produktion der Nicht-OPEC-Länder im laufenden Jahr wohl wieder

anziehen. Maßgeblich hierfür sind hauptsächlich Länder, die den Förderbeschluss nicht mittragen (die Vereinigten Staaten, Kanada und Brasilien); so war bei der Schieferölproduktion in den USA im Dezember 2016 bereits eine Ausweitung der Fördermenge zu verzeichnen. Die Notierungen für sonstige Rohstoffe sind in den vergangenen Wochen (in US-Dollar gerechnet) um rund 1 % gestiegen, wofür vor allem eine Verteuerung von Eisenerz, das nun knapp bei einem Dreijahreshoch liegt, verantwortlich war; ausgeglichen wurde dies teilweise durch einen Rückgang der Nahrungsmittelpreise.

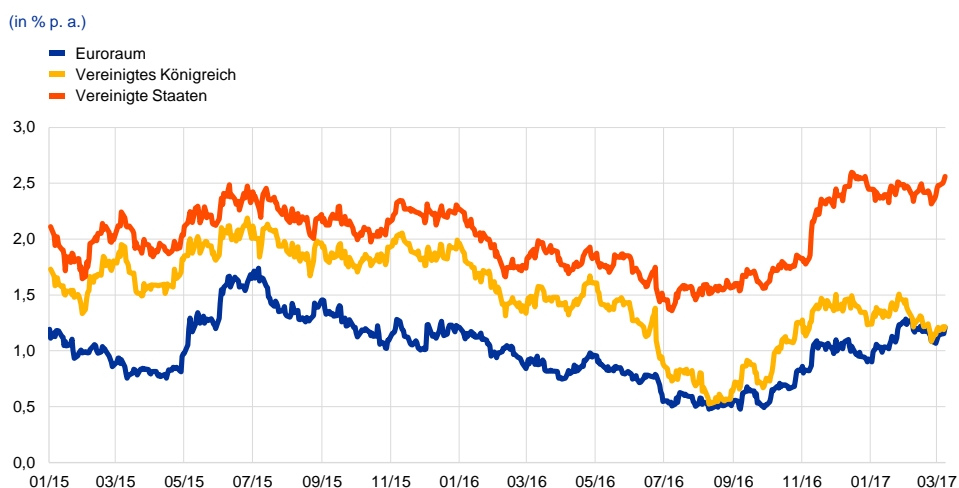
Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte die globale Inflation langsam anziehen. Die jüngsten Preisanstiege bei Öl und sonstigen Rohstoffen sollten die Gesamtinflation auf kurze Sicht stützen. Im weiteren Verlauf ist davon auszugehen, dass die auf globaler Ebene langsam sinkenden Kapazitätsreserven mittelfristig einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Kerninflation ausüben werden. Da jedoch die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve auf ausgesprochen stabile Ölpreise im Projektionszeitraum schließen lässt, dürfte der künftige Beitrag der Energiepreise zur Teuerung sehr begrenzt ausfallen.

2 Finanzielle Entwicklungen

Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2016 haben sich die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund einer gewissen Volatilität leicht erhöht. Die Spreads von Unternehmensanleihen sind zurückgegangen und liegen somit nach wie vor unter dem Anfang März 2016 zum Zeitpunkt der Ankündigung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) verzeichneten Stand. Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum haben ähnlich stark zugelegt wie in den Vereinigten Staaten. Indessen hat der Euro in handelsgewichteter Rechnung geringfügig an Wert verloren.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen der Euro-Länder sind seit Anfang Dezember insgesamt gestiegen. Im Berichtszeitraum (8. Dezember 2016 bis 8. März 2017) erhöhte sich die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Euroraum um rund 15 Basispunkte auf etwa 1,2 % (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

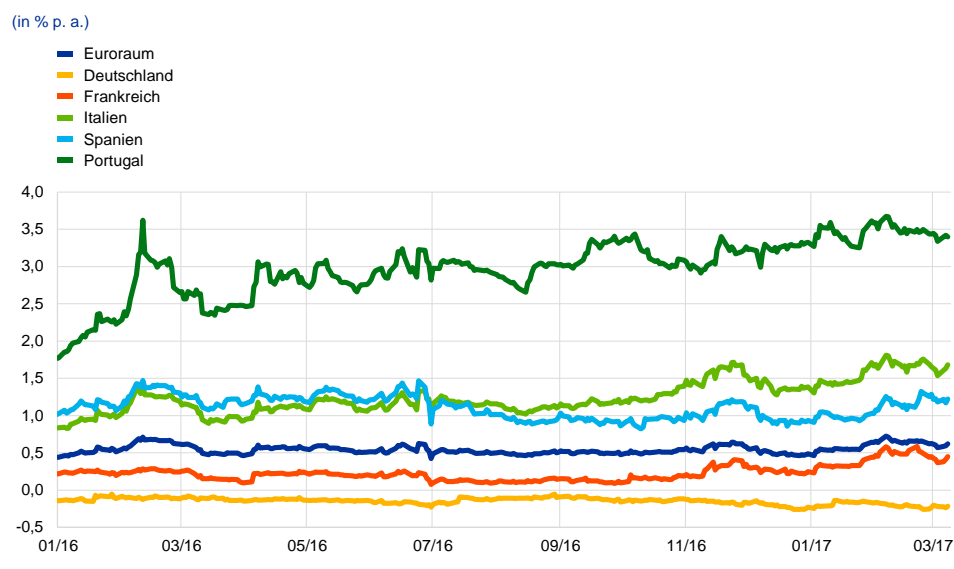
Anmerkung: Für den Euroraum wird die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen ausgewiesen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. März 2017.

Innerhalb des Eurogebiets haben sich die die Renditeabstände von Staatsanleihen infolge der politischen Unsicherheit vergrößert. Hinter der insgesamt stabilen Entwicklung der BIP-gewichteten durchschnittlichen Staatsanleiherenditen verbergen sich einige heterogene Entwicklungen in den einzelnen Euro-Ländern. In einigen Mitgliedstaaten haben sich die Renditeabstände ausgeweitet (siehe Abbildung 6), und zwar insbesondere in Frankreich, wo die gestiegene politische Unsicherheit im Zusammenhang mit der bevorstehenden Präsidentschaftswahl für einige Volatilität bei den Staatsanleihespreads sorgte. So erhöhte sich die Renditedifferenz zehnjähriger französischer Staatsschuldtitle gegenüber dem risikolosen Tagesgeldswap-Satz im Berichtszeitraum insgesamt um rund 20 Basispunkte, wobei sie sich zwischenzeitlich sogar um bis zu

40 Basispunkte ausweitete. In den Ländern mit niedrigerem Rating waren ähnliche Spreadausweitungen zu beobachten.

Abbildung 6

Renditeabstand von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem OIS-Satz



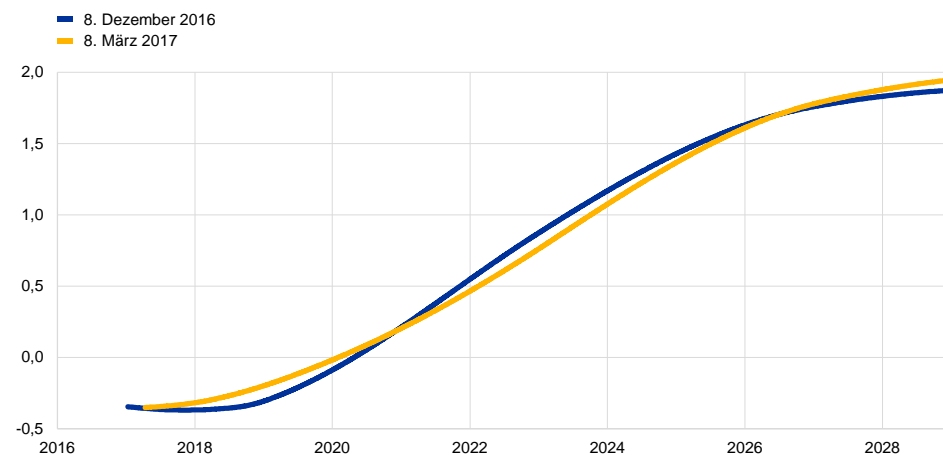
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Renditeabstand ist die Differenz zwischen der Staatsanleiherendite und dem Zinssatz für Overnight-Index-Swaps (OIS-Satz). Für den Euroraum wird die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen ausgewiesen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. März 2017.

Die Terminzinskurve für den EONIA (Euro Overnight Index Average) hat sich seit Anfang Dezember kaum verändert, was darauf hindeutet, dass die Märkte nicht mit einem weiteren Rückgang des Zinssatzes für die Einlagefazilität rechnen. Dem graduell aufwärtsgerichteten Profil der EONIA-Terminzinskurve nach zu urteilen gehen die Marktteilnehmer weiterhin davon aus, dass der EONIA noch längere Zeit negativ bleiben wird, preisen aber keine weiteren Senkungen des Zinssatzes für die Einlagefazilität ein (siehe Abbildung 7). Ganz anders stellte sich die Lage Anfang Oktober 2016 dar, als das kürzere Ende der Kurve abwärtsgerichtet war, was auf die Erwartung einer weiteren Herabsetzung des Einlagesatzes hinwies.

Abbildung 7 EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

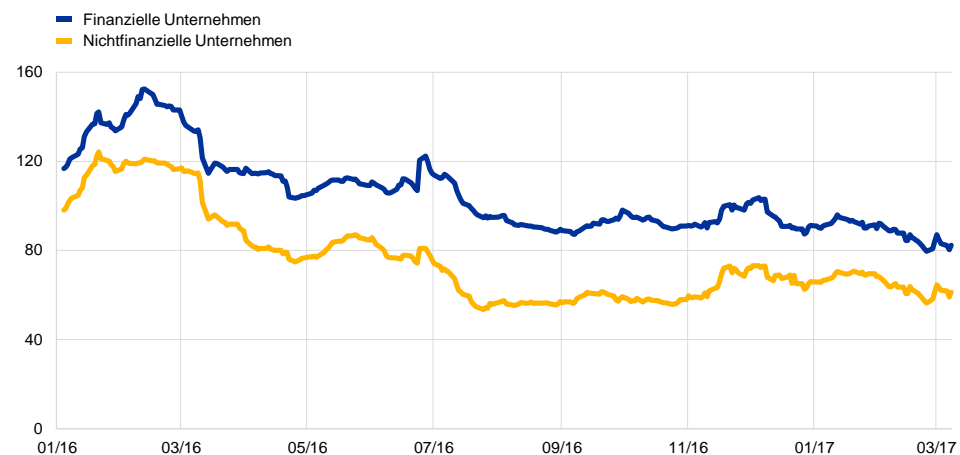
Der EONIA blieb im Berichtszeitraum – abgesehen von einem leichten Anstieg am Jahresende – stabil bei rund -35 Basispunkten. Die Überschussliquidität erhöhte sich durch die Wertpapierkäufe des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten um etwa 165 Mrd € auf rund 1 356 Mrd €. Darin kam auch die Teilnahme am dritten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG II) zum Ausdruck, das im Dezember 2016 durchgeführt wurde. Nähere Informationen zu den Liquiditätsbedingungen finden sich in Kasten 4.

Die Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sind seit Anfang Dezember in allen Ratingkategorien gesunken (siehe Abbildung 8). Gestützt wurde die Verringerung des Abstands gegenüber der entsprechenden Renditestrukturkurve von AAA-Anleihen durch eine Aufhellung der Wachstumsaussichten für den Euroraum. Grundsätzlich sind rückläufige Spreads bei Unternehmensanleiherenditen ein Indiz dafür, dass die Märkte die Unternehmensrisiken geringer einschätzen. Die Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen liegen gegenwärtig rund 60 Basispunkte unter dem Stand von Anfang März 2016, als der EZB-Rat das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) bekannt gab. Auch bei den Anleihen des Finanzsektors war im Berichtszeitraum in allen Ratingkategorien eine Abnahme der Spreads – um 5 bis 20 Basispunkte – festzustellen.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

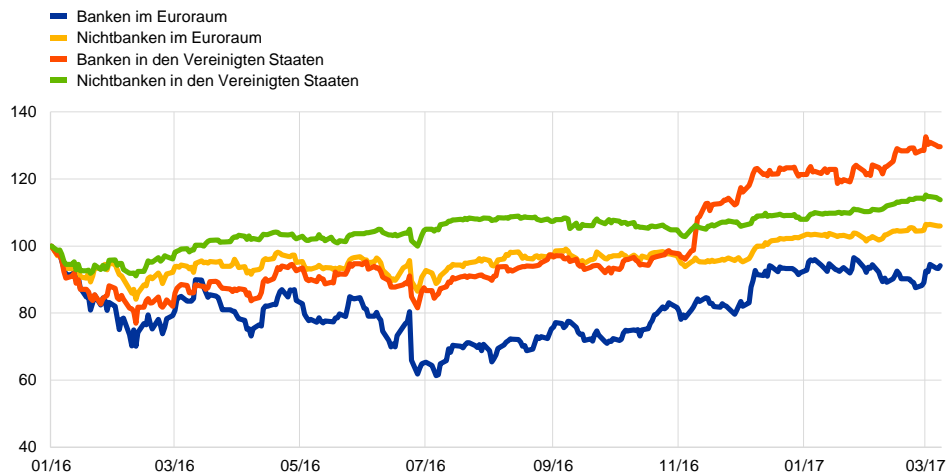
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. März 2017.

Die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet sind seit Anfang Dezember deutlich gestiegen. Die Aktienkurse von Nichtbanken zogen im Berichtszeitraum um 7 % an und schnitten damit besser ab als Bankaktien, die nur um 2 % zulegten (siehe Abbildung 9). Damit verzeichneten die Nichtbanken im Euroraum ein stärkeres Plus als ihre US-amerikanischen Pendanten, die Banken des Eurogebiets hingegen ein schwächeres. Gestützt wurden die Aktienkursgewinne von den verbesserten Aussichten für das gesamtwirtschaftliche Wachstum und die Inflation. Längerfristig betrachtet – und auch gegenüber den Tiefständen nach dem Brexit-Referendum Ende Juni 2016 – sind die Aktienkurse im Euroraum insgesamt rund 25 % gestiegen (Bankaktien etwa 50 %). Die an den Erwartungen bezüglich der Aktienkursvolatilität gemessene Marktunsicherheit blieb im Berichtszeitraum insgesamt unverändert. Anfang März lag die implizite Volatilität an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet in jährlicher Rechnung bei 15 % und in den Vereinigten Staaten bei 12 %. Damit befindet sie sich in beiden Wirtschaftsräumen erheblich unter dem historischen Durchschnitt, was teilweise der niedrigen realisierten Volatilität der Aktienkursentwicklung geschuldet ist.

Abbildung 9

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2016 = 100)



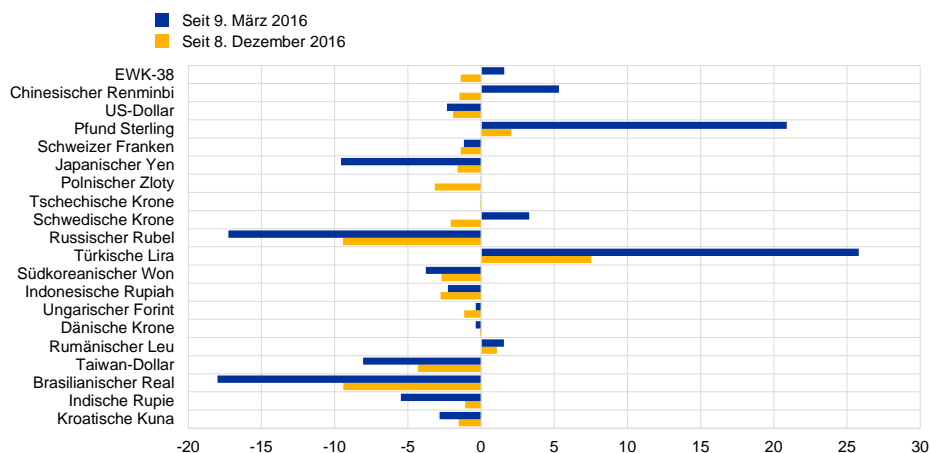
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. März 2017.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handlungsgewichteter Rechnung leicht ab (siehe Abbildung 10). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro ist seit dem 8. Dezember um 1,4 % gesunken. Bilateral verlor er unterdessen gegenüber dem US-Dollar 1,9 % an Wert. Auch in Relation zu anderen wichtigen Währungen gab er nach, so etwa zum japanischen Yen (-1,6 %) und zum Schweizer Franken (-1,4 %). Zum britischen Pfund wertete er indessen weiter auf, und zwar um 2,1 %. Gegenüber den Währungen der meisten EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sowie den Währungen großer Schwellenländer (einschließlich des chinesischen Renminbi) verlor der Euro ebenfalls an Wert, wobei die türkische Lira hier eine Ausnahme bildete.

Abbildung 10

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



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

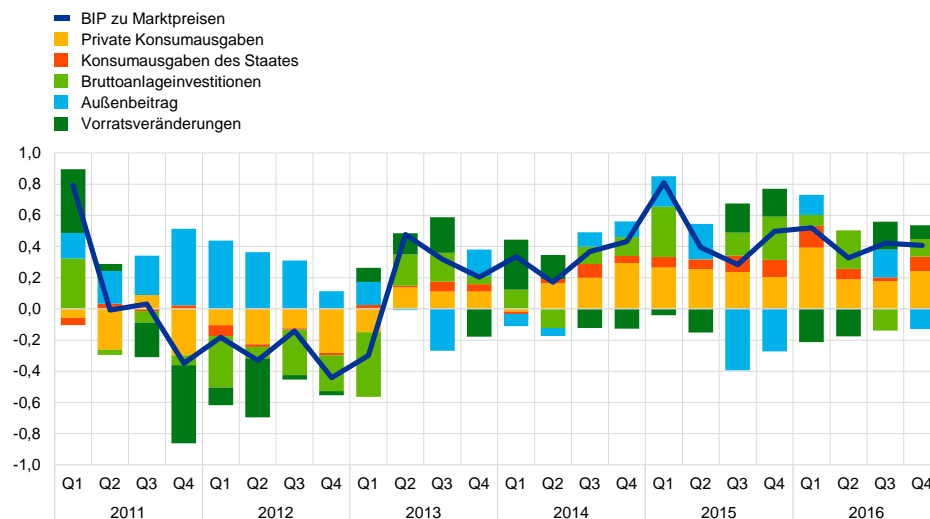
3 Konjunktorentwicklung

Der gegenwärtige Konjunkturaufschwung festigt sich weiter und wird in erster Linie durch die Binnennachfrage im Euroraum gestützt. Außerdem gibt es Anzeichen dafür, dass sich die Weltwirtschaft etwas stärker erholt. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 zufolge wird das reale BIP im Jahr 2017 um 1,8 % und in den Jahren 2018 und 2019 um 1,7 % bzw. 1,6 % steigen. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums haben sich abgeschwächt, es überwiegen aber weiterhin die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

Der Konjunkturaufschwung im Eurogebiet setzt sich fort und wird durch die Binnennachfrage gestützt. Das reale BIP erhöhte sich im vierten Quartal 2016 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 11). Positive Wachstumsbeiträge gingen dabei von der inländischen Nachfrage und den Vorratsveränderungen aus, während der Beitrag des Außenhandels negativ ausfiel. Das Produktionswachstum im Schlussquartal führte zu einem jährlichen Anstieg des BIP von 1,7 % im Jahr 2016. Auch im letzten Jahresviertel 2016 setzte sich die Tendenz fort, dass sich die Konjunktur festigt und sektor- und länderübergreifend an Breite gewinnt.

Abbildung 11
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zum BIP und seinen Komponenten beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

Die privaten Konsumausgaben waren weiterhin die tragende Kraft des anhaltenden Konjunkturaufschwungs. Im Schlussquartal 2016 erhöhten sich die realen Konsumausgaben um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, obgleich die Ölpreise anzogen. Das Verbrauchervertrauen blieb im Januar und Februar robust und deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt, was auf eine hohe Grunddynamik des Konsums in nächster Zeit hindeutet. Hinter dem Wachstum des privaten Verbrauchs standen nach wie vor solide Einkommenszuwächse der privaten

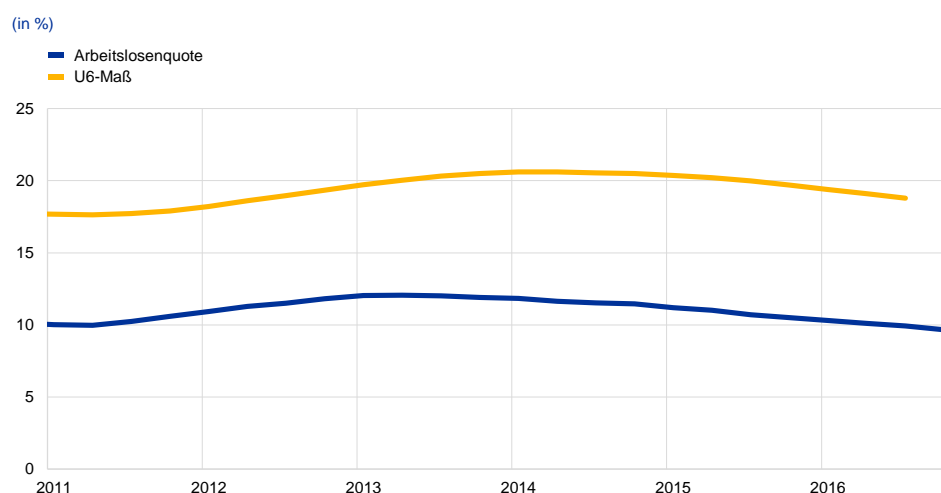
Haushalte, die durch eine Verbesserung der Arbeitsmarktlage im Euroraum gestützt wurden.

Die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ist nun seit

14 aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig. Auch im Schlussquartal 2016 verringerte sich die Arbeitslosenquote im Eurogebiet, die Anfang 2013 ihren Höchststand erreicht hatte. Im Januar lag sie bei 9,6 % und somit weiterhin auf dem niedrigsten Stand seit dem zweiten Vierteljahr 2009. Das Beschäftigungswachstum im Euroraum hielt auch im dritten Jahresviertel 2016 an und war in erster Linie auf die Schaffung von Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor zurückzuführen. Aktuelle Umfrageergebnisse lassen auf eine weitere Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen schließen. So spiegeln alle wichtigen Indikatoren bis Februar 2017 einen weiterhin positiven Trend wider; die einzige Ausnahme bildet das Baugewerbe, wo die Indikatoren weitgehend unverändert blieben.

Abbildung 12

Arbeitslosenquote und ein breiteres Maß der Unterbeschäftigung



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (Arbeitslosenquote) bzw. das dritte Quartal 2016 („U6-Maß“). U6 ist eine breiter gefasste Messgröße der Unterbeschäftigung, die auch Schätzungen zu „entmutigten Erwerbspersonen“, Personen mit geringer Arbeitsmarktbindung und unterbeschäftigten Teilzeitkräften berücksichtigt.

Wenngleich die Entwicklung der Arbeitslosigkeit insgesamt eine deutlich positive Tendenz aufweist, ist die Unterbeschäftigung nach wie vor beträchtlich, wenn breiter gefasste Messgrößen derselben berücksichtigt werden.

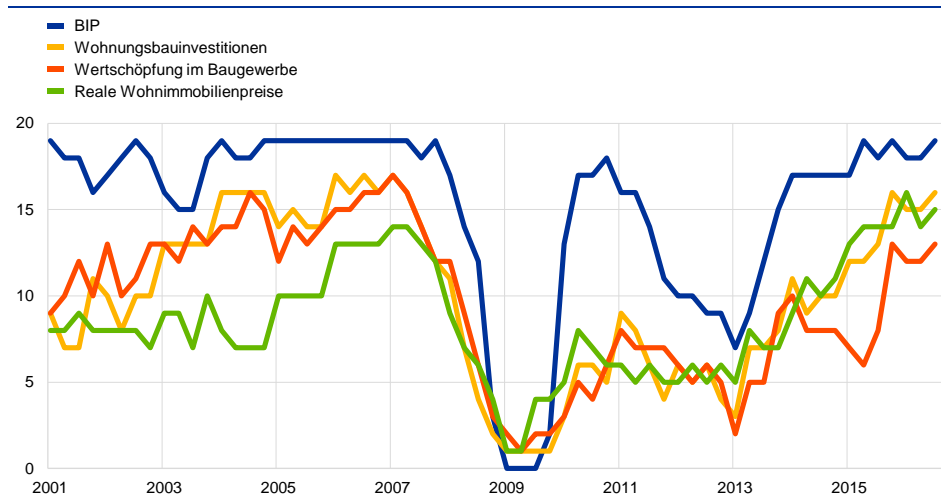
Die Zahl der Arbeitslosen hat sich zwar verringert, doch gibt es immer noch viele Personen, die nicht als Arbeitslose erfasst sind, sich aber am Wettbewerb um einen Arbeitsplatz beteiligen könnten, wodurch der Lohndruck eingedämmt wird. Breiter gefasste Maße der Unterbeschäftigung (das sogenannte U6-Maß, das Schätzungen zur Anzahl der „entmutigten Erwerbspersonen“, anderen Personen mit möglicherweise geringerer Arbeitsmarktbindung und unterbeschäftigten Teilzeitkräften, deren Wochenarbeitsstunden geringer als gewollt sind, enthält) liegen nach wie vor auf erhöhtem Niveau und sind weniger stark gesunken als die Arbeitslosenquote (siehe Abbildung 12). Dies deutet auf eine nach wie vor beträchtliche Unterbeschäftigung im Eurogebiet insgesamt hin.

Die Wohnimmobilienmärkte im Euroraum stützen zunehmend die Wachstumsdynamik.

Im Vergleich zur allgemeinen Konjunktorentwicklung im Eurogebiet fällt die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten eher zeitverzögert und deutlich schwächer aus. Zuletzt haben jedoch immer mehr Länder bei wichtigen Wohnungsmarkindikatoren positive Jahreswachstumsraten aufgewiesen (siehe Abbildung 13). Somit scheinen viele Wohnimmobilienmärkte im Euroraum in eine expansive Phase einzutreten. Allerdings ist die Erholung insgesamt nach wie vor recht verhalten und von Land zu Land unterschiedlich stark. Die besseren Finanzierungsbedingungen, das größere Vertrauen im Baugewerbe und eine Zunahme der erteilten Baugenehmigungen deuten ebenfalls auf eine anhaltende Belebung der Bauinvestitionen im Jahr 2017 hin.

Abbildung 13

Anzahl der Länder des Euroraums mit positiven Jahreswachstumsraten bei Wohnungsmarkindikatoren



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2016. Die Zahlenangaben sind ungewichtet und können von 0 bis 19 reichen.

Auch die Unternehmensinvestitionen scheinen sich im vierten Quartal 2016 ausgeweitet zu haben, wenngleich vermutlich in geringerem Maße als im dritten Jahresviertel,

da die Investitionsgüterproduktion nur geringfügig zunahm. Der von der Europäischen Kommission im ersten Quartal 2017 durchgeführten Umfrage zufolge sank zugleich die Nachfrage als wahrgenommenes Hemmnis für die Investitionsgüterproduktion weiter und blieb auf dem tiefsten Stand seit Beginn der Großen Rezession. Die Kapazitätsauslastung stieg im ersten Vierteljahr 2017 an und übertraf das durchschnittliche Vorkrisenniveau.

Mit Blick auf die Zukunft dürften die Gesamtinvestitionen weiter durch den sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB gestützt werden.

Die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor sehr günstig, und die Gewinnzuschläge dürften vor dem Hintergrund eines bereits liquiditätsstarken Sektors nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften steigen. Darüber hinaus ist die Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) aufgrund der kräftigen Erholung der Aktienkurse und des moderaten Wachstums der

Fremdfinanzierung gesunken. Die Gewinnsteigerungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dürften – insbesondere angesichts der Notwendigkeit, den Kapitalstock nach Jahren verhaltener Anlageinvestitionen zu ersetzen – die Investitionstätigkeit fördern. Allerdings wird die Erholung der Investitionen nach wie vor durch starre Gütermärkte, Erwartungen eines niedrigeren langfristigen Wachstums als in der Vergangenheit und den noch erforderlichen Schuldenabbau in einigen Ländern des Euroraums gebremst werden. Außerdem beeinträchtigen anhaltende Anpassungen an Änderungen des regulatorischen Umfelds, die schlechte Ertragslage der Banken und der immer noch hohe Bestand an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen in mehreren Ländern weiterhin die Intermediationsfunktion der Banken und somit die Finanzierung von Unternehmensinvestitionen auf kurze Sicht.

Getragen von einer allmählichen Belebung des Welthandels hat sich das Exportwachstum im Euro-Währungsgebiet weiter beschleunigt.

Die Gesamtausfuhren des Euroraums verzeichneten im vierten Quartal 2016 einen Zuwachs von 1,5 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel, was sowohl auf den Dienstleistungsverkehr als auch auf den Warenhandel zurückzuführen war. Die bis Dezember 2016 vorliegenden Monatswerte signalisieren eine solide Zunahme der Warenexporte nach China und in andere Länder Asiens (gemessen als prozentuale Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum). Zugleich leistete neben den Vereinigten Staaten auch Lateinamerika einen positiven Wachstumsbeitrag. Die Ausfuhren in das Vereinigte Königreich waren bis November rückläufig, wohingegen die Exporte in andere europäische Länder zunahmen. Angesichts der Hinweise, dass die Warenausfuhr des Eurogebiets im Schlussquartal 2016 die globale Wareneinfuhr übertraf, könnte sich der Exportmarktanteil des Euroraums vor dem Hintergrund des Rückgangs des effektiven Euro-Wechselkurses erhöht haben. Umfrageergebnisse und Auftragseingänge im Exportgeschäft, die für das erste Vierteljahr 2017 von Belang sind, lassen für die nächste Zeit auf eine dynamischere Exportentwicklung schließen. Auf längere Sicht dürften die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets im Gefolge einer allmählichen Erholung des Welthandels ansteigen. Risiken für die Handelsaussichten ergeben sich indessen aus möglichen negativen Effekten im Zusammenhang mit einer erhöhten Unsicherheit in Bezug auf die Handelspolitik weltweit.

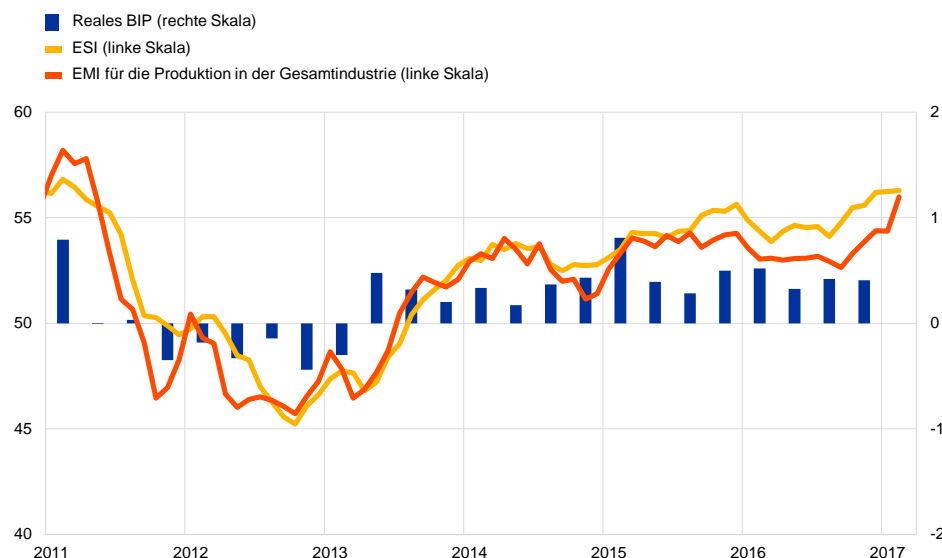
Insgesamt deuten die Umfrageergebnisse auf eine robuste

Wachstumsdynamik im ersten Quartal 2017 hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) wies im Januar eine breit angelegte Verbesserung auf und blieb im Februar stabil auf einem hohen Niveau. Beim Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie verhielt es sich umgekehrt: Er war im Januar unverändert und verbesserte sich dann im Februar auf breiter Basis. Der in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres verzeichnete Anstieg gegenüber dem letzten Jahresviertel 2016 war auf eine positivere Einschätzung der aktuellen Lage sowie einen robusten Auftragseingang in der Industrie und im Baugewerbe zurückzuführen. Beide Umfrageindikatoren liegen derzeit über ihren langfristigen Durchschnittswerten (siehe Abbildung 14).

Abbildung 14

Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; normierte Salden in %; Diffusionsindizes)



Quellen: Markit, Europäische Kommission und Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (reales BIP) bzw. Februar 2017 (ESI und EMI).

Gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen, die weiterhin auf die Realwirtschaft durchwirken, dürfte sich der Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet fortsetzen. Die Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen und sehr günstige Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor einer Erholung der Investitionstätigkeit förderlich. Der anhaltende Beschäftigungszuwachs, für den weiterhin frühere Strukturreformen verantwortlich sind, stützt das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und somit auch die privaten Konsumausgaben. Zugleich gibt es Anzeichen für eine etwas stärkere Erholung der Weltwirtschaft und einen anziehenden Welthandel. Allerdings dürfte das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet durch die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst werden.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 zufolge wird das jährliche reale BIP 2017 um 1,8 %, 2018 um 1,7 % und 2019 um 1,6 % steigen (siehe Abbildung 15). Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für die Jahre 2017 und 2018 geringfügig um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Ausschlaggebend hierfür waren eine auf kurze Sicht etwas stärkere Auslandsnachfrage, der schwächere Euro-Wechselkurs und die Stimmungsaufhellung in der Wirtschaft. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums haben sich abgeschwächt, es überwiegen aber weiterhin die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

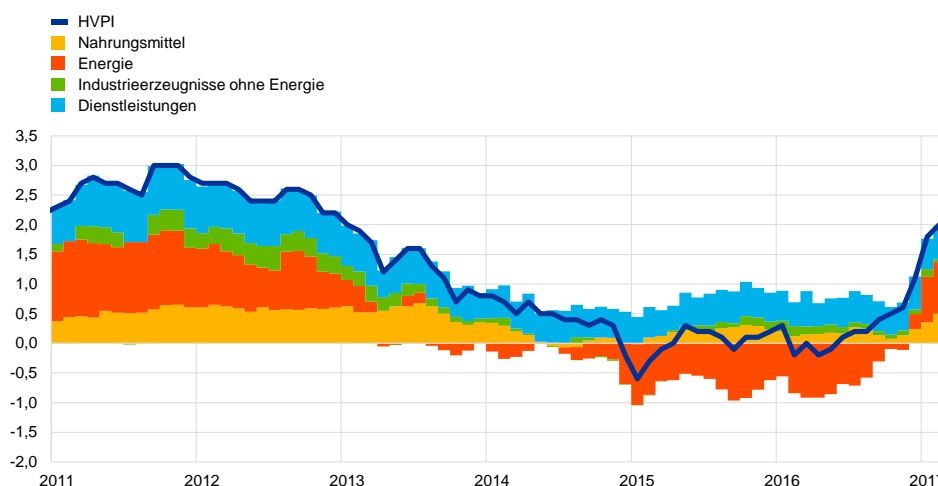
Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belief sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Februar 2017 auf 2,0 % nach 1,8 % im Januar. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten weiterhin bei nahe 2 % liegen. Die Messgrößen der Kerninflation befinden sich jedoch nach wie vor auf einem niedrigen Niveau und dürften mittelfristig nur langsam ansteigen. Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2017 auf 1,7 %, 2018 auf 1,6 % und 2019 auf 1,7 % belaufen wird.

Die Gesamtinflation stieg im Februar weiter an. Laut der Vorausschätzung von Eurostat erhöhte sich die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Februar 2017 weiter auf 2,0 % nach 1,8 % im Januar und 1,1 % im Dezember 2016 (siehe Abbildung 16). Die Steigerung der letzten Monate war vor allem vom Preisauftrieb bei Energie und, in geringerem Umfang, bei Nahrungsmitteln getragen und führte dazu, dass die Gesamtinflation im Februar des laufenden Jahres ihren höchsten Stand seit Januar 2013 erreichte.

Abbildung 16

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

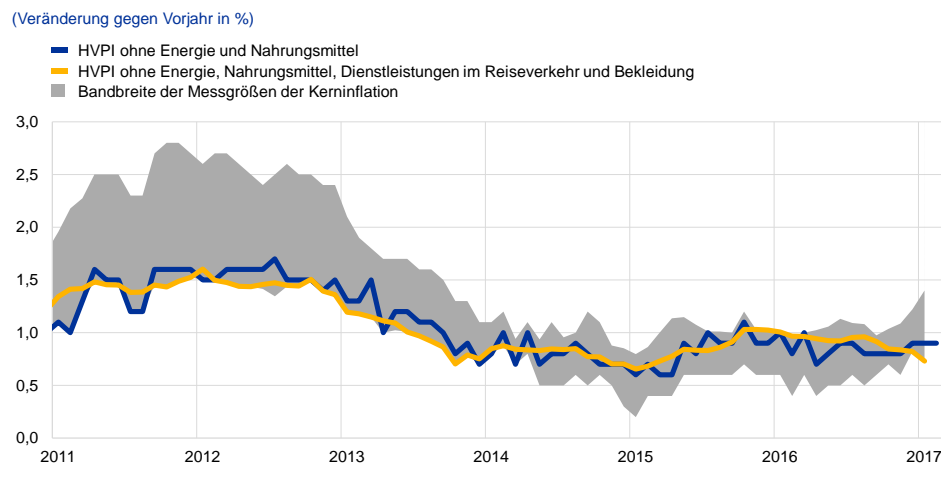


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017.

Die Entwicklung der Kerninflation blieb indes verhalten. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel lag im Februar 2017 bei 0,9 % und damit deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Die Rate hat sich seit Dezember 2016 nicht verändert und liegt nur knapp über dem Stand von August bis November 2016 (0,8 %). Auch die meisten anderen Messgrößen der Kerninflation deuteten nicht auf eine dynamischere Aufwärtsentwicklung hin (siehe Abbildung 17). Dies könnte zum Teil auf verzögerte abwärtsgerichtete indirekte Effekte im Zusammenhang mit in der Vergangenheit verzeichneten niedrigen Ölpreisen und

grundsätzlich auch auf die wirtschaftliche Unterauslastung und den weiterhin schwachen binnenwirtschaftlichen Kostendruck zurückzuführen sein.

Abbildung 17
Messgrößen der Kerninflation

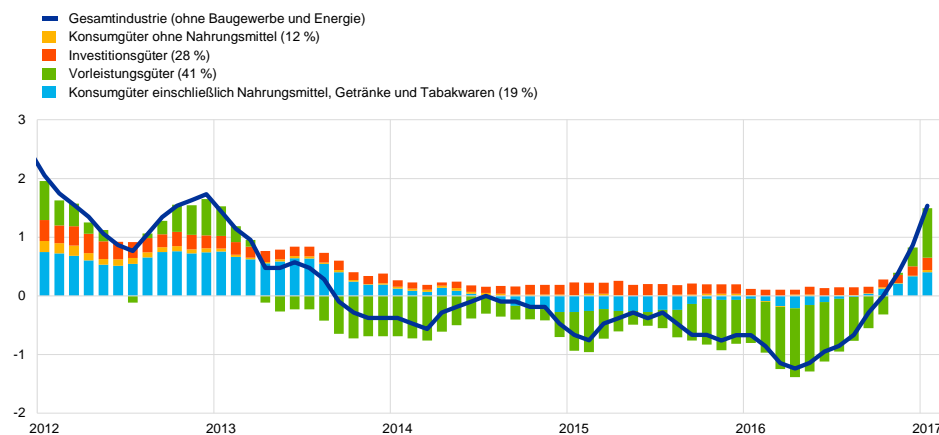


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Bandbreite der Messgrößen der Kerninflation beinhaltet folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), Median des HVPI und eine auf einem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017 (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. auf Januar 2017 (alle übrigen Messgrößen).

In Bezug auf einen Aufwärtsdruck auf die Preise gibt es nur schwache Hinweise. Der seit dem Frühjahr 2016 verzeichnete kräftige Anstieg des Preisauftriebs auf der Erzeugerebene in der Gesamtindustrie (ohne Baugewerbe und Energie) ist hauptsächlich auf die deutlich höheren Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter zurückzuführen (siehe Abbildung 18). Diese Preissteigerungen könnten zum Teil – mit einer gewissen Verzögerung – in den nachgelagerten Stufen der Produktions- und Preiskette auf die Preise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel durchwirken. Zudem hat sich die Erhöhung der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Januar mit 0 % merklich beschleunigt, verglichen mit Raten von -0,1 % im Vormonat und -1,0 % im November. Allerdings ist zu Jahresbeginn 2017 beim Anstieg der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel nach wie vor kein eindeutiger Aufwärtstrend zu erkennen; die entsprechende Rate lag im Januar bei 0,3 %, nachdem sie im Jahresverlauf 2016 um einen Wert von 0,1 % geschwankt hatte. Eine mögliche Erklärung besteht darin, dass Kosten- und Preissteigerungen bei den Vorleistungsgütern in unterschiedlichen Stufen des Produktionsprozesses durch Margen absorbiert wurden, und dass die Preissetzungsmacht der Unternehmen aufgrund des starken globalen Wettbewerbs eingeschränkt blieb.

Abbildung 18 Beitrag zu den Erzeugerpreisen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

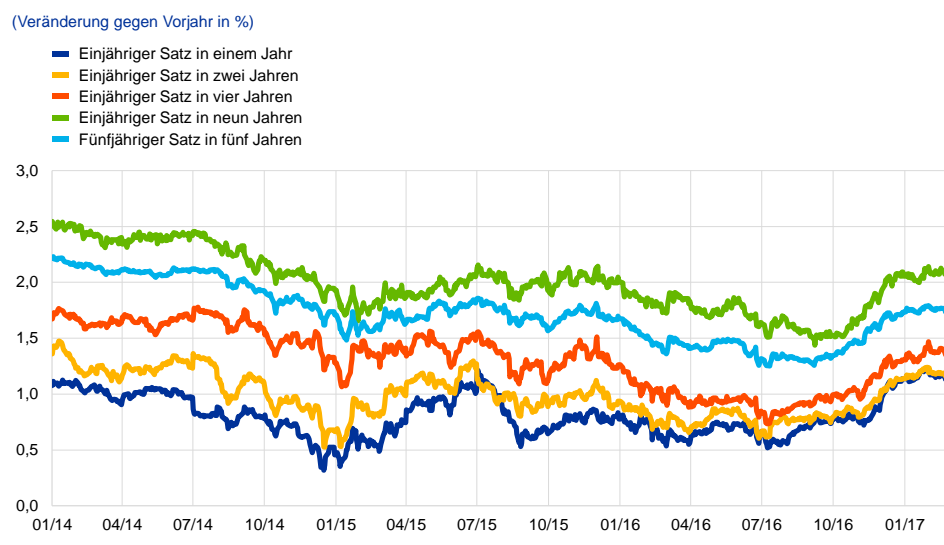
Das Lohnwachstum ist historisch gesehen weiterhin niedrig. Die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne im Euroraum lag im vierten Quartal 2016 bei 1,4 % und damit leicht unter der im zweiten und dritten Quartal 2016 verzeichneten Rate von 1,5 %. Zu den das Lohnwachstum möglicherweise belastenden Faktoren zählen die nach wie vor beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, der geringe Produktivitätszuwachs und die immer noch spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise durchgeführten Arbeitsmarktreformen¹. Daneben trägt unter Umständen das in den letzten Jahren beobachtete Niedriginflationsumfeld über formelle und informelle Indexierungsmechanismen weiterhin zu einem niedrigeren Lohnwachstum bei.

Die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen sind seit Anfang Dezember 2016 weitgehend stabil geblieben und bewegen sich nach wie vor leicht unter dem Niveau der umfragebasierten Messgrößen. Der für diese Maße seit Ende September verzeichnete Aufwärtstrend hat sich seit Anfang Dezember abgeflacht. Zwar blieben die langfristigen marktbasieren Inflationserwartungen weitgehend stabil, doch wurde am kurzen Ende ein Anstieg beobachtet. Die fünfjährige Termininflationrate in fünf Jahren liegt derzeit bei rund 1,71 % bzw. knapp 50 Basispunkte über dem Tiefstand vom Herbst 2016 (siehe Abbildung 19). Ungeachtet des seit September 2016 verbuchten deutlichen Anstiegs über alle Laufzeiten hinweg deuten die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen nach wie vor lediglich auf eine graduelle Rückkehr zu einem Inflationsniveau von rund 2 % hin, da sich z. B. die einjährige Termininflationrate in vier Jahren weiterhin um rund 1,35 % herum bewegt. Verglichen mit Herbst letzten Jahres hat sich durch den Anstieg der langfristigen marktbasieren Inflationserwartungen die Lücke zu den umfragebasierten Messgrößen nun zum Teil geschlossen, wobei die letztgenannten

¹ Siehe EZB, Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

Erwartungen laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das erste Quartal 2017 weiterhin stabil bei 1,8 % lagen.²

Abbildung 19
Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. März 2017.

Mit Blick auf die Zukunft wird die Teuerung nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet den Projektionen der EZB zufolge deutlich von 0,2 % im Jahr 2016 auf 1,7 % im Jahr 2017 anziehen. Die Aussichten für die Gesamtinflation 2017 wurden nach dem jüngsten Ölpreisanstieg erheblich korrigiert. Allerdings gibt es gegenläufige Verlaufsmuster des Preisanstiegs bei Energie und der Teuerung ohne Energie. Die für den Zeitraum von 2016 bis 2017 erwartete Zunahme der HVPI-Inflation dürfte zum Großteil auf die Energiepreisentwicklung zurückzuführen sein. Maßgeblich hierfür sind wiederum aufwärtsgerichtete Basiseffekte sowie die in jüngster Zeit eingetretenen merklichen Ölpreissteigerungen. Auf der Grundlage der Mitte Februar verfügbaren Daten gehen die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 davon aus, dass sich die HVPI-Inflation 2017 auf 1,7 %, 2018 auf 1,6 % und 2019 auf 1,7 % belaufen wird (siehe Abbildung 20).³ Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 wurde der Ausblick für die HVPI-Gesamtinflation für 2017 erheblich und für 2018 leicht nach oben korrigiert; die Zahlen für 2019 blieben hingegen unverändert.

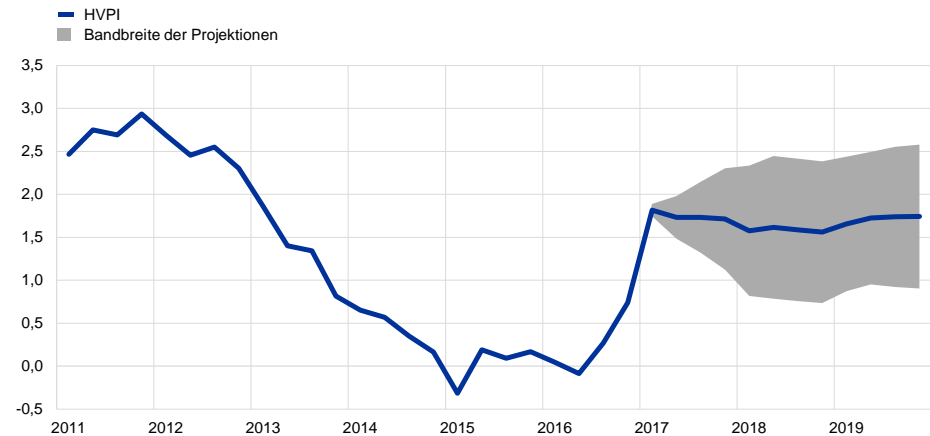
² Im Gegensatz zu den umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen enthalten die marktbasierenden Maße eine Risikoprämie.

³ Siehe EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2017, veröffentlicht am 9. März 2017 auf der Website der EZB.

Abbildung 20

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2017, veröffentlicht am 9. März 2017 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2019 (Projektionen).

Im Gegensatz zum Preisauftrieb bei Energie dürfte sich der erwartete Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel über den Projektionszeitraum hinweg wesentlich langsamer vollziehen. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird sich voraussichtlich von 0,9 % im Jahr 2016 auf 1,1 % im Jahr 2017 und auf 1,6 % bzw. 1,8 % in den Jahren 2018 bzw. 2019 erhöhen. Hinter dieser schrittweise erfolgenden Zunahme steht im Wesentlichen der angesichts der fortschreitenden und sich konsolidierenden Erholung prognostizierte Anstieg der Löhne und Lohnstückkosten. Die rückläufige Unterauslastung am Arbeitsmarkt und das graduelle Nachlassen krisenbezogener Faktoren, die das Lohnwachstum in den letzten Jahren belastet haben, dürften zu einem Wiederanstieg des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und – angesichts einer für die Produktivität prognostizierten moderateren Erholung – der Lohnstückkosten führen. In den Jahren 2017 bis 2019 sollte ein allmählicher Anstieg der Kerninflation die Gesamtinflation stützen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

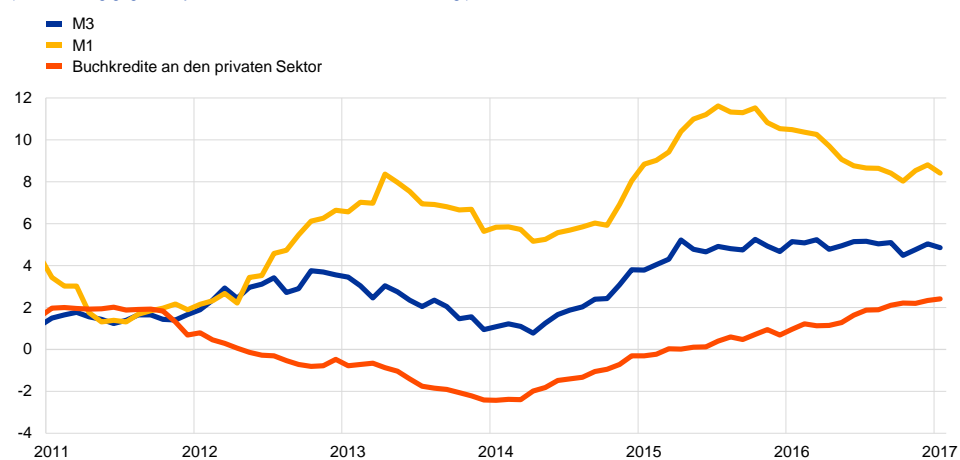
Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge blieb im Januar 2017 weitgehend stabil. Zugleich setzte sich die allmähliche Erholung der Ausleihungen an den privaten Sektor im vierten Quartal 2016 und im Januar fort. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dürften sich im Schlussquartal 2016 weiter erhöht haben.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge blieb im Januar weitgehend stabil, womit sich die seit Mitte 2015 zu beobachtende allgemeine robuste Entwicklung fortsetzte. Die Jahreswachstumsrate von M3 belief sich im Januar auf 4,9 % (siehe Abbildung 21). Gestützt wurde das Geldmengenwachstum abermals durch die wegen der sehr niedrigen Zinsen nur geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Instrumente sowie durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Auch das jährliche M1-Wachstum blieb im vierten Quartal 2016 weitgehend stabil, wobei der seit Mitte 2015 verzeichnete Abwärtstrend vorübergehend zum Erliegen kam, bevor im Januar erneut ein leichter Wachstumsrückgang einsetzte (8,4 % nach 8,8 % im Dezember 2016).

Abbildung 21

M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen und um fiktives Cash-Pooling. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

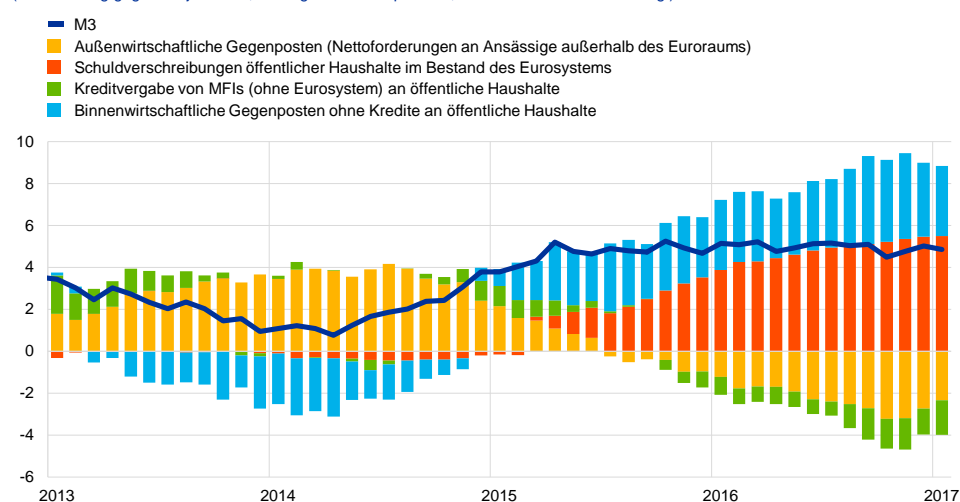
Das M3-Wachstum wurde weiter von der Dynamik der täglich fälligen Einlagen dominiert. Bei den täglich fälligen Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften war im Schlussquartal 2016 und im Januar 2017 ein Anstieg der Jahreswachstumsrate auf 11,4 % bzw. 10,5 % zu verzeichnen, nachdem es im Quartal zuvor zu einer Wachstumsverlangsamung gekommen war. Dagegen war die volatile Zwölfmonatsrate der täglich fälligen Einlagen der Finanzintermediäre (ohne MFIs) im Januar rückläufig. Das jährliche Wachstum des Bargeldumlaufs zeigte sich weiterhin verhalten; es ist also keine allgemeine Tendenz erkennbar, dass der geldhaltende Sektor vor dem Hintergrund der sehr niedrigen bzw. negativen Zinsen Einlagen durch Bargeld ersetzen würde. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen

(M2 - M1) wirkten sich im vierten Quartal und im Januar abermals negativ auf die Geldmenge M3 aus. Die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb von M3 haben, erholte sich gegen Jahresende 2016 und im Januar, wobei sie in erster Linie vom soliden Wachstum der Geldmarktfondsanteile profitierte.

Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung blieben der zentrale Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge (siehe Abbildung 22). Der Erwerb von Staatsschuldverschreibungen durch das Eurosystem (siehe den roten Teil der Balken in Abbildung 22), der vor allem im Rahmen des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erfolgte, war einer der Gegenposten, die einen positiven Beitrag zum M3-Wachstum leisteten. Darüber hinaus wurde das M3-Wachstum nach wie vor durch die binnenwirtschaftlichen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte (siehe den blauen Teil der Balken in Abbildung 22) gestützt. Ausschlaggebend hierfür waren die anhaltende Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor und der fortdauernde Rückgang der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen). Die Jahresänderungsrate dieser längerfristigen Verbindlichkeiten, die seit dem zweiten Quartal 2012 negativ ist, gab im Schlussquartal 2016 und im Januar weiter nach. Grund hierfür waren unter anderem die Auswirkungen der zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte der EZB (GLRG II), die als Ersatz für die längerfristige marktbasierende Bankenfinanzierung dienen und aus Anlegersicht die Attraktivität der Haltung langfristiger Einlagen und Bankanleihen schmälern.

Abbildung 22
M3 und Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Von der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors ging weiterhin ein Abwärtsdruck auf das jährliche M3-Wachstum aus. Allerdings waren im Dezember und Januar bei dieser Position leichte monatliche Zuflüsse zu verzeichnen, wodurch sich der dämpfende Effekt auf das jährliche

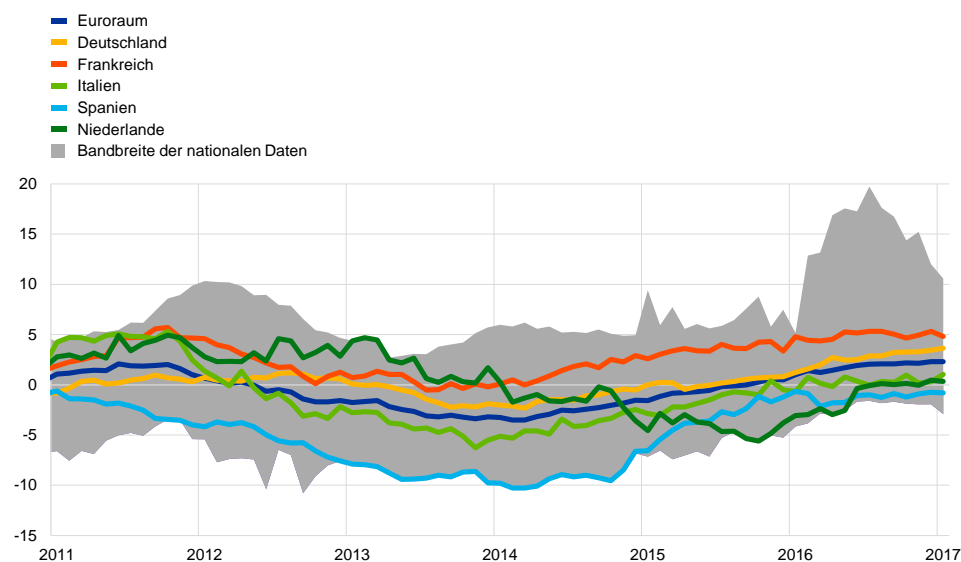
Geldmengenwachstum abschwächte (siehe den gelben Teil der Balken in Abbildung 22). Die monatlichen Zuflüsse könnten zudem ein Indiz dafür sein, dass sich der Anteil der Anleiheverkäufe durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP verringert. Der Verkauf von Staatsanleihen des Euroraums durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP trug, insofern die daraus erzielten Erträge überwiegend in Instrumente außerhalb des Euroraums investiert wurden, zum jährlichen Rückgang der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors bei. Dagegen erhöhte sich der Anteil der von gebietsansässigen MFIs (ohne Eurosystem) im Rahmen des PSPP verkauften Staatsanleihen. Dies trug zum negativen Vorzeichen der jährlichen Wachstumsrate der von MFIs (ohne Eurosystem) vergebenen Kredite an öffentliche Haushalte und somit zur Dämpfung des M3-Wachstums bei (siehe den grünen Teil der Balken in Abbildung 22).

Die allmähliche Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor setzte sich fort. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen und um fiktives Cash-Pooling) erhöhte sich im vierten Quartal 2016 und im Januar 2017 (siehe Abbildung 21). Was die einzelnen Sektoren betrifft, so zog das jährliche Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Schlussquartal 2016 weiter an und verharrte dann im Januar bei 2,3 % (siehe Abbildung 23). Insgesamt hat sich das Wachstum der Buchkredite an die nichtfinanziellen Unternehmen gegenüber dem Tiefstand im ersten Quartal 2014 deutlich erholt. Diese Verbesserung war den größten Ländern weitgehend gemein, wobei in einigen Staaten die Zuwachsraten allerdings nach wie vor ein negatives Vorzeichen aufweisen. Die Zwölfmonatsrate der an die privaten Haushalte vergebenen Buchkredite erhöhte sich im Schlussquartal 2016. Im Dezember stieg sie auf 2,0 % und im Januar 2017 noch etwas weiter auf 2,2 % an (siehe Abbildung 24). Gestützt wurden diese Trends durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die seit Sommer 2014 im gesamten Euroraum (vor allem aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB) deutlich gesunken sind, sowie durch die insgesamt verbesserte Angebots- und Nachfrageentwicklung bei Bankdarlehen. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch ist, was die Kreditvergabe belasten dürfte.

Abbildung 23

MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



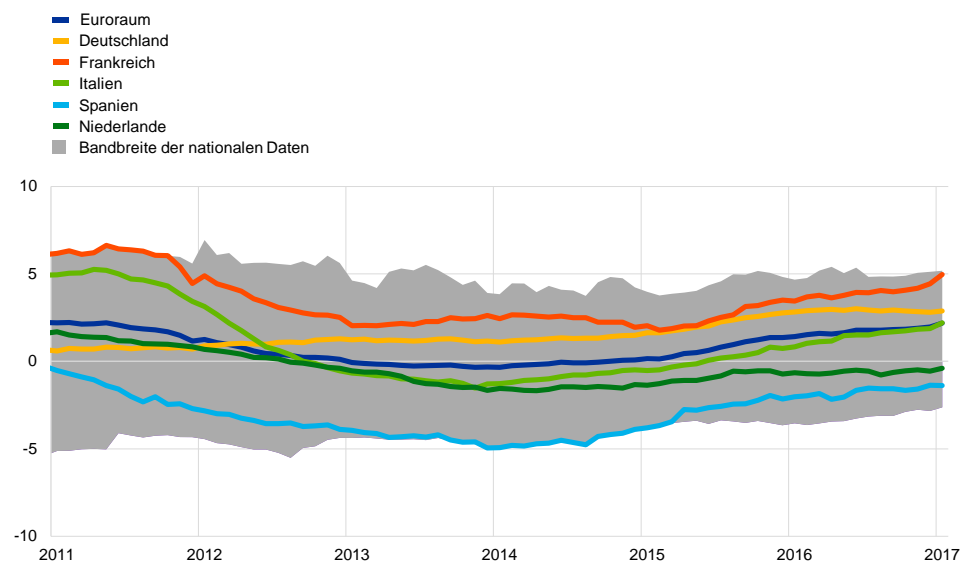
Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen und um fiktives Cash-Pooling. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Abbildung 24

MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen und um fiktives Cash-Pooling. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Die Dynamik der Buchkredite wurde im vierten Quartal 2016 weiterhin von einer in allen Darlehenskategorien anziehenden Nachfrage getragen, während

sich die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite und für

Wohnungsbaukredite an private Haushalte weitgehend stabilisierten.

Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2017 zufolge hatte der Wettbewerbsdruck nach wie vor einen lockernden Einfluss auf die Richtlinien für Kredite an Unternehmen und private Haushalte, wohingegen sich die Risikotoleranz der Banken verschärfend auswirkte. Die Quote der abgelehnten Kreditanträge ging in allen Darlehenskategorien zurück. Ausschlaggebend für die per saldo steigende Kreditnachfrage seitens der Unternehmen und privaten Haushalte war nach wie vor das niedrige allgemeine Zinsniveau. Aber auch der Finanzierungsbedarf für Fusionen und Übernahmen sowie die anhaltend günstigen Aussichten an den Wohnimmobilienmärkten und das Verbrauchervertrauen spielten diesbezüglich eine positive Rolle (siehe [Umfrage](#)). In diesem Zusammenhang gaben die befragten Banken an, dass ihre Teilnahme am dritten GLRG-II-Geschäft in erster Linie durch Ertragsüberlegungen motiviert war. Was das Kreditangebot betrifft, so haben sich die bisherigen GLRGs nach Angaben der Banken in erster Linie in einer Lockerung der Kreditbedingungen niedergeschlagen, während sich der lockernde Effekt auf die Kreditrichtlinien verstärkt hat.

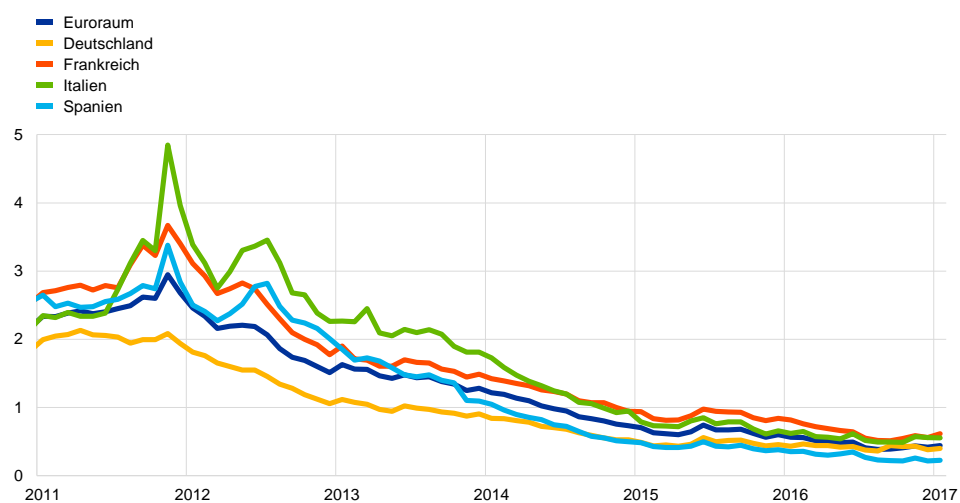
Die Finanzierungsbedingungen für die Banken waren weiterhin günstig.

Der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung der Banken stieg im Schlussquartal 2016 und im Januar 2017 leicht an (siehe Abbildung 25). Hierfür verantwortlich waren höhere Bankanleiherenditen, während die Kosten der Finanzierung über Einlagen unverändert blieben. Trotz dieses jüngsten Anstiegs lag der Indikator nach wie vor auf historischen Tiefständen. Dazu haben der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die Nettotilgung der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs, die Stärkung der Bankbilanzen sowie die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte beigetragen.

Abbildung 25

Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

(zusammengesetzte Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt; in % p. a.)



Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.

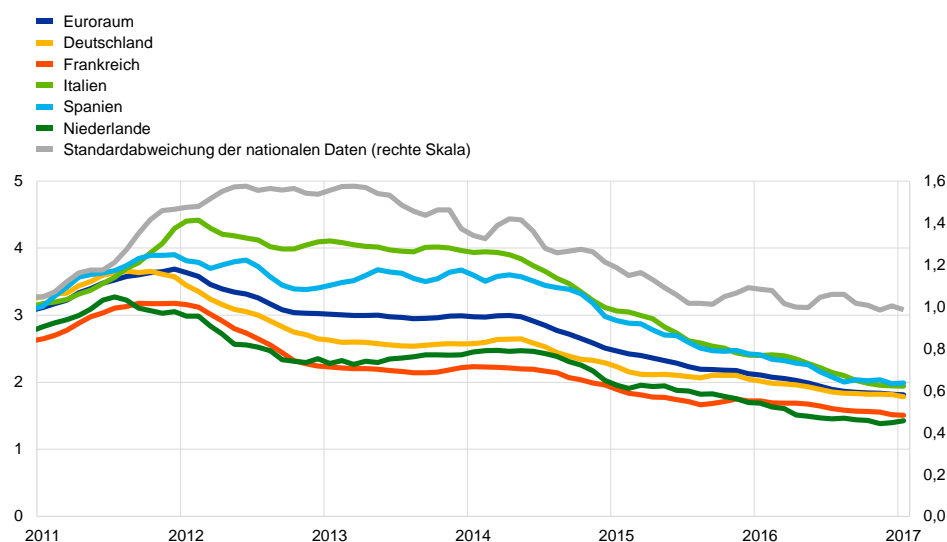
Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte waren im vierten Quartal 2016 und im Januar 2017 nach wie vor äußerst niedrig (siehe Abbildung 26 und 27). Die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen gaben im Schlussquartal 2016 etwas nach und blieben im Januar dann unverändert auf ihrem neuen historischen Tiefstand. Unterdessen gingen sie bei den Wohnungsbaukrediten zunächst etwas weiter zurück und erreichten im Dezember ein neues historisches Tief, bevor sie im Januar wieder leicht anzogen. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt, was auf ein besseres Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditzinsen im Bankensektor hindeutet. Die niedrigeren Refinanzierungskosten der Banken haben zum Rückgang der gewichteten Kreditzinsen beigetragen. In der Zeit von Mai 2014 bis Januar 2017 sanken die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte um rund 110 Basispunkte. In anfälligen Euro-Ländern verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften besonders stark, was zur Verringerung der zwischen den einzelnen Euro-Ländern bestehenden Asymmetrien bei der geldpolitischen Transmission beitrug. Unterdessen verengte sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und den Zinsen für große Kredite (mehr als 1 Mio €) im Euroraum deutlich auf einen Wert, der sich um das im vierten Quartal 2016 und im Januar 2017 erreichte niedrige Niveau bewegte. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass kleine und mittlere Unternehmen insgesamt stärker von den rückläufigen Bankkreditzinsen profitieren als große.

Abbildung 26

Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



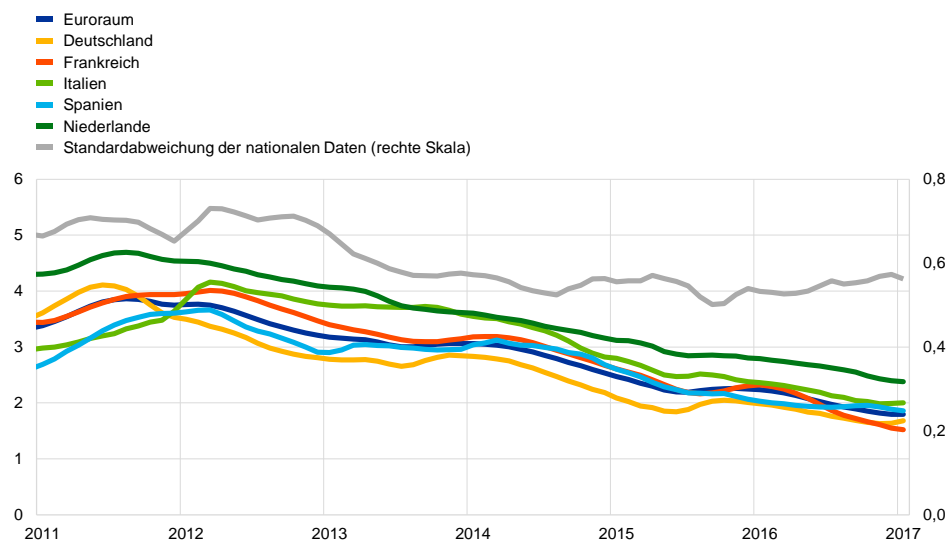
Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Abbildung 27

Gewichtete Kreditzinsen für Wohnungsbaukredite

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2017.

Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums dürften sich im vierten Quartal 2016 insgesamt erhöht haben, nachdem sie im Dreimonatszeitraum davor vorübergehend zurückgegangen waren.

Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen liegt inzwischen wieder auf ähnlichem Niveau wie Anfang 2005 (kurz bevor die Phase des übermäßigen Kreditwachstums begann). Getragen wurde die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Außenfinanzierung von der konjunkturellen Belebung, weiter rückläufigen Kosten für Bankkredite, gelockerten Kreditrichtlinien, den sehr niedrigen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung sowie der gestiegenen Anzahl von Fusionen und Übernahmen. Zugleich haben die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund rekordhoher Barbestände einen geringeren Bedarf an externen Finanzierungsmitteln.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zog Anfang 2017 wieder an, nachdem sie gegen Jahresende 2016 etwas zurückgegangen war.

Aus den jüngsten EZB-Daten geht hervor, dass sich die Emissionstätigkeit im Dezember vor allem aufgrund saisonaler Faktoren abschwächte. Vorläufigen Daten zufolge beschleunigte sie sich im Januar und Februar wieder. Weiterhin gestützt wurde sie unter anderem durch den Ankauf von Unternehmensanleihen durch die EZB. Die Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften schrumpfte im Schlussquartal 2016, was darauf zurückzuführen war, dass im November und Dezember beträchtliche Aktienrückkäufe im Umfang von jeweils rund 7 ½ Mrd € erfolgten.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen sind nach wie vor sehr günstig.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der

nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dürften im Januar und Februar 2017 im Schnitt leicht angestiegen sein, nachdem sie im Dezember wieder auf dem historischen Tiefstand vom Juli 2016 angelangt waren. Der Anstieg der Finanzierungskosten insgesamt lässt sich durch eine moderate Verteuerung der Beteiligungsfinanzierung erklären, die aus einem etwas höheren risikofreien Zins bei weitgehend unveränderten Aktienrisikoprämien resultierte.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Die Defizit- und Schuldenquoten der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet dürften im Zeitraum von 2017 bis 2019 weiter sinken. Der fiskalische Kurs im Euroraum, der 2016 leicht expansiv war, wird 2017 bis 2019 voraussichtlich weitgehend neutral ausfallen. Allerdings war die Reaktion der betroffenen Euro-Länder auf die von der Europäischen Kommission durchgeführte Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2017 nicht zufriedenstellend, denn keiner der Staaten, bei denen die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) als gefährdet gilt, hat wesentliche Maßnahmen ergriffen.

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich während des Projektionszeitraums verringern. In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017⁴ rechnen die Experten der EZB damit, dass die Defizitquote im Euroraum von 1,6 % im Jahr 2016 auf 0,9 % im Jahr 2019 zurückgehen wird (siehe Tabelle). Der projizierten Verringerung liegen weiter rückläufige Zinsausgaben und ein höherer Primärüberschuss zugrunde, der auch die konjunkturelle Entwicklung widerspiegelt. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2016 haben sich die Haushaltsaussichten aufgehellt. Nicht eingeplante Mehreinnahmen einiger Staaten haben 2016 zu einem über den Erwartungen liegenden Ergebnis geführt. Dies wird sich auch 2017 positiv niederschlagen und erklärt zusammen mit den niedrigeren Primärausgaben den günstigeren Haushaltsausblick für die Jahre 2017 bis 2019.

Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum

(in % des BIP)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Einnahmen insgesamt	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Ausgaben insgesamt	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
Davon:						
c. Zinsausgaben	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Primärausgaben (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Finanzierungssaldo (a - b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Primärsaldo (a - d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Struktureller Primärsaldo	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Bruttoverschuldung	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Quellen: Eurostat, EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2017.

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Da die jüngsten Datenrevisionen in den Stabsprojektionen üblicherweise berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

⁴ Siehe EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2017.

Der fiskalische Kurs war 2016 leicht expansiv und dürfte 2017 bis 2019 weitgehend neutral ausfallen.⁵

Zu den wichtigsten Konjunkturstimulierungsmaßnahmen im Jahr 2016 zählten die in einer Reihe von Ländern vorgenommenen Senkungen der direkten Steuern. Im Zeitraum von 2017 bis 2019 dürften weitere defiziterhöhende Maßnahmen auf der Einnahmenseite durch weniger stark steigende staatliche Ausgabenpositionen ausgeglichen werden. So wird erwartet, dass insbesondere der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts und der Vorleistungen hinter dem trendmäßigen Wachstum des nominalen BIP zurückbleiben wird. Dagegen wird die Wachstumsdynamik anderer Ausgabenpositionen wie etwa der öffentlichen Investitionen den Projektionen zufolge über dem Potenzialwachstum liegen. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 haben sich nur sehr begrenzte Veränderungen ergeben. Angesichts der Notwendigkeit, für ein Gleichgewicht zwischen Stabilisierung der Konjunktur und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in einer Reihe von Mitgliedstaaten zu sorgen, kann eine weitgehend neutrale Ausrichtung der Finanzpolitik als angemessen gelten.

Das hohe Gesamtniveau der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet dürfte nach und nach weiter zurückgehen.

Die Schuldenquote im Euroraum, die 2014 ihren höchsten Stand erreicht hatte, wird den Projektionen zufolge von 89,3 % im Jahr 2016 auf 84,5 % Ende 2019 zurückgehen. Der Schuldenabbau ist größtenteils einer günstigen Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials infolge besserer Konjunkturbedingungen und niedriger Zinssätze zuzuschreiben. Leichte Primärüberschüsse sollten sich ebenfalls günstig auf die Verschuldungsentwicklung auswirken. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2016 wurde die Schuldenquote im Euro-Währungsgebiet für den gesamten Betrachtungszeitraum nach unten revidiert. Grund dafür waren die verbesserten Haushaltsaussichten und ein größerer Schuldenreduzierungsbeitrag des Zins-Wachstums-Differenzials. Dessen ungeachtet dürfte der Schuldenstand in über der Hälfte der Euro-Länder am Ende des Projektionszeitraums oberhalb des Referenzwerts von 60 % des BIP liegen – und in einigen Staaten in diesem Zeitraum sogar weiter ansteigen.

Insbesondere in Ländern mit hohem Schuldenstand sind zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen erforderlich.

Die betreffenden Staaten müssen ihre gesamtstaatliche Schuldenquote nachhaltig senken, da sie in besonderem Maße gegenüber erneuter Instabilität an den Finanzmärkten oder wieder ansteigenden Zinsen anfällig sind. Bei einer uneingeschränkten Einhaltung des SWP würde es ihnen gelingen, ihre Haushaltsungleichgewichte abzubauen und eine tragfähige Entwicklung ihrer Verschuldung zu erzielen. Dagegen können Euro-Länder mit fiskalischem Spielraum die sich ihnen bietende Handlungsfreiheit nutzen, um beispielsweise ihre öffentlichen Investitionen auszuweiten. Anstrengungen für eine wachstumsfreundlichere Zusammensetzung der Staatshaushalte kämen allen Ländern zugute. Das Konzept des fiskalischen Spielraums wird in Kasten 6 erörtert.

⁵ Der finanzpolitische Kurs spiegelt die Zielrichtung und den Umfang der fiskalischen Impulse auf die Volkswirtschaft wider, ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus zu berücksichtigen. Er wird anhand der Veränderung des strukturellen Primärsaldos, d. h. des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung temporärer Maßnahmen wie der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor, gemessen. Nähere Einzelheiten zum Fiskalkurs im Euroraum finden sich in: EZB, Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Die Reaktion der Euro-Länder auf die Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2017 war nicht zufriedenstellend.⁶

Am 16. November kam die Europäische Kommission auf Grundlage ihrer Herbstprognose 2016 zu dem Ergebnis, dass bei den Haushaltsübersichten von acht der 18 überprüften Mitgliedstaaten die Gefahr einer Nichteinhaltung des SWP besteht. Bei diesen Ländern handelt es sich um Belgien, Italien, Zypern, Litauen, Slowenien und Finnland, die dem präventiven Teil des SWP unterliegen, sowie um Spanien und Portugal, welche unter die korrektive Komponente fallen.⁷ Mitte Januar 2017 revidierte die Kommission ihre Bewertung für Spanien, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die von der Regierung im Dezember vorgelegte aktualisierte Übersicht über die Haushaltsplanung weitgehend mit den Vorgaben des SWP im Einklang stand. In den nachfolgenden Treffen der Euro-Gruppe verpflichteten sich die Regierungen der Länder, die Gefahr liefen, die SWP-Vorgaben zu verfehlen, die zur Sicherstellung der Einhaltung der EU-Haushaltsregeln erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen. Laut der Winterprognose 2017 der Kommission wurden allerdings von keinem dieser Länder wesentliche Maßnahmen eingeleitet, um die ermittelte Konsolidierungslücke zu schließen.

Am 22. Februar 2017 stellte die Kommission in ihrem Bericht über die Einhaltung des Schuldenstandskriteriums durch Italien fest, dass das Land dieses Kriterium derzeit nicht erfüllt.⁸

Wie schon bei früherer Vorgehensweise könnte die Erfüllung des präventiven Teils des SWP als mildernder Faktor bei der Beurteilung, ob der Richtwert für die Schuldensenkung eingehalten wird, herangezogen werden. Gemäß der Winterprognose 2017 der Kommission läuft Italien allerdings Gefahr, von den Anforderungen der präventiven Komponente des SWP erheblich abzuweichen. Dem Kommissionsbericht zufolge wäre eine zusätzliche Konsolidierungsanstrengung Italiens im Umfang von 0,2 % des BIP 2017 entscheidend für ein Wiedereinschwenken auf den Anpassungspfad in Richtung des mittelfristigen Haushaltsziels 2017. Aber auch wenn Italien sämtliche einschlägigen Flexibilitätsbestimmungen im SWP angerechnet würden, wäre die genannte Anpassung allenfalls ausreichend, um eine „weitgehende“ Erfüllung der Anforderungen des präventiven Teils im laufenden Jahr zu gewährleisten. Darüber hinaus geht die Kommission davon aus, dass die italienischen Staatsinvestitionen 2016 leicht gesunken sind. Dabei müssten sie für die Anwendung der Investitionsklausel mindestens auf dem bisherigen Niveau gehalten werden. Die Kommission wird über die Empfehlung zur Eröffnung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit gegen Italien im Frühjahr auf der Grundlage der endgültigen Daten für 2016 und ihrer Frühjahrsprognose 2017 sowie auf Basis der Umsetzung der haushaltspolitischen Zusagen der italienischen Regierung vom Februar 2017 endgültig entscheiden.

⁶ Siehe EZB, Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2017 und Gesamthaushaltsslage im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2016, Dezember 2016.

⁷ Die Haushaltspläne Litauens und Finnlands werden weitgehend mit den SWP-Vorgaben in Einklang stehen, sofern die von den Ländern im Rahmen der Strukturreform- und Investitionsklauseln beantragte Verringerung des geforderten Tempos für die strukturelle Anpassung der mittelfristigen Haushaltsziele gebilligt wird. Hierzu wird die Kommission im Frühjahr erneut prüfen, inwiefern die Länder vor dem Hintergrund ihrer Stabilitätsprogramme für die Anwendung dieser Klauseln infrage kommen.

⁸ Siehe https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_de

Es ist wichtig, das Instrumentarium des gestärkten Ordnungsrahmens im Zeitverlauf und für alle Länder gleichermaßen konsequent und wirksam

anzuwenden. Es muss unbedingt seiner Bestimmung gemäß eingesetzt werden, um in allen Staaten des Euroraums tragfähige Haushaltspositionen sicherzustellen. Insbesondere besteht die Gefahr einer Vernachlässigung der Schuldenregel, wenn sie de facto dem präventiven Teil des SWP untergeordnet wird, sodass die Gefährdung der Schuldentragfähigkeit nicht ausreichend berücksichtigt würde. Eine vollständige und einheitliche Umsetzung des SWP ist letztlich von entscheidender Bedeutung, um das Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen Europas zu gewährleisten.

Des Weiteren veröffentlichte die Kommission am 22. Februar 2017 eine Beurteilung der Umsetzung des Fiskalpakts in nationales Recht.⁹ Die wichtigste Bestimmung des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag) ist die Verpflichtung, die Regel des ausgeglichenen Haushalts in den einzelstaatlichen Rechtsordnungen zu verankern – der sogenannte Fiskalpakt.¹⁰ Der SKS-Vertrag trat am 1. Januar 2013 in Kraft und war innerhalb eines Jahres (d. h. bis 1. Januar 2014) in nationales Recht umzusetzen. Gemäß Artikel 8 Absatz 1 des SKS-Vertrags hat die Europäische Kommission zu gegebener Zeit einen Bericht über die Übernahme der Regelungen des Fiskalpakts in den jeweiligen nationalen Rechtsrahmen vorzulegen. Die am 22. Februar 2017 veröffentlichte Beurteilung der Kommission bezieht sich lediglich auf die Umsetzung des Fiskalpakts in nationales Recht und nicht auf seine praktische Anwendung. Trotz bestehender Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern kam die Kommission zu dem Schluss: „Alle Vertragsparteien haben aufgrund der Anforderungen des fiskalpolitischen Pakts [...] ihre nationalen haushaltspolitischen Rahmen erheblich angepasst.“ Insbesondere hätten alle Vertragsparteien verbindliche Regeln für einen ausgeglichenen Haushalt niedergelegt, die durch einen automatisch startenden Korrekturmechanismus gestützt werden, wenn erhebliche Abweichungen von dem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. dem zu seiner Erreichung erforderlichen Anpassungspfad auftreten. Ferner bestätigte die Kommission, dass die Einhaltung dieser Regeln durch unabhängige nationale finanzpolitische Institutionen überwacht wird. Bei einer erheblichen Anzahl an Ländern beruht die konstatierte „Einhaltung“ jedoch auf der Annahme, dass den offiziellen Zusagen der verantwortlichen nationalen Instanzen, die noch ausstehenden Teile des Fiskalpakts umzusetzen, entsprechende Taten folgen werden. Diese Einschränkungen beziehen sich vor allem auf die zugesagte substanzielle Anwendung der Regel des ausgeglichenen Haushalts, die Befolgung des Grundsatzes „einhalten oder begründen“, falls eine Regierung den Empfehlungen der unabhängigen Überwachungsinstitution nicht entspricht, sowie die Verfahren für die Aktivierung des Korrekturmechanismus. Da es sich dabei um Kernpunkte des Fiskalpakts handelt, bleibt abzuwarten, ob seine Umsetzung durch

⁹ Der Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag) wurde als völkerrechtlicher Vertrag von 25 Ländern unterzeichnet, wobei 22 Länder (d. h. die 19 Euro-Länder sowie Bulgarien, Dänemark und Rumänien) formell an den Fiskalpakt gebunden sind.

¹⁰ Siehe auch EZB, Fiskalpakt für eine stärkere Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht Mai 2012, sowie EZB, Zentrale Elemente des Fiskalpakts, Kasten 12, Monatsbericht März 2012.

die Länder zufriedenstellend und ausreichend sein wird, um die Wirksamkeit der nationalen finanzpolitischen Regelwerke zu gewährleisten.

Kästen

1 Entwicklungen an den Finanzmärkten der Schwellenländer nach der US-Präsidentschaftswahl 2016 im Vergleich zu Entwicklungen nach dem „Tapering Talk“ 2013

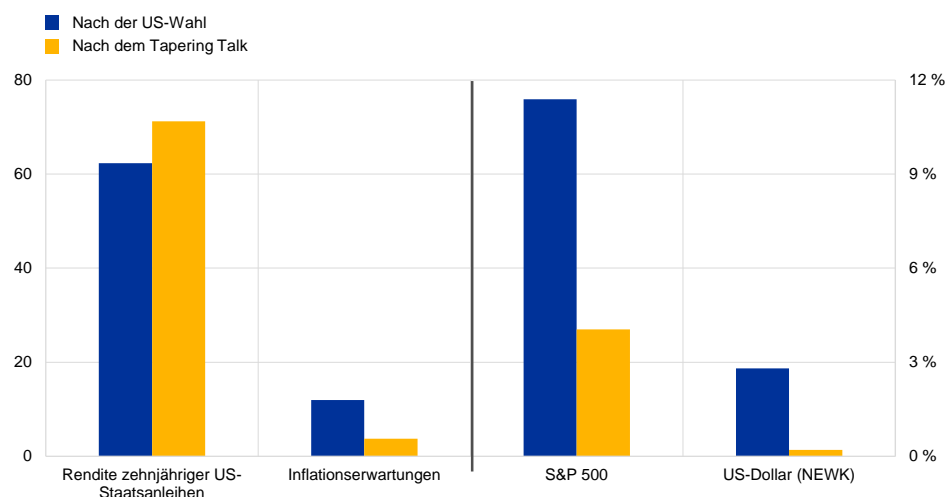
Im vorliegenden Kasten wird die Reaktion an den Finanzmärkten in den Vereinigten Staaten und den Schwellenländern seit der US-Präsidentschaftswahl 2016 mit Entwicklungen in der Zeit des „Tapering Talk“ 2013 – der Phase der Verlautbarungen der US-amerikanischen Notenbank zu einem möglichen Ausstieg aus Anleihekäufen – verglichen. Zudem werden die aus der US-Politik resultierenden Risiken für die Aussichten der Schwellenländer hervorgehoben.

In beiden Phasen gingen die Erwartungen in Bezug auf eine schnellere Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten mit erheblichen Bewegungen an den US-Finanzmärkten einher (siehe Abbildung A). Im Mai 2013 führte die Ankündigung des Gouverneurs der US-amerikanischen Notenbank, Ben Bernanke, das Federal Reserve System werde damit beginnen, die Wertpapierkäufe im Rahmen der dritten Runde der quantitativen Lockerung (QE3) zu drosseln, zu einem deutlichen Anstieg der US-Staatsanleiherenditen. Seit der US-Präsidentschaftswahl 2016 ist eine Erhöhung der US-Staatsanleiherenditen in ähnlicher Größenordnung zu verzeichnen. An den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten waren jedoch – anders als 2013 – kräftige Kurssteigerungen festzustellen, die marktbasierenden Maße der Inflationserwartungen sind gestiegen, und der US-Dollar hat an Stärke gewonnen. In beiden Fällen verschob sich die Zinsstrukturkurve über alle Laufzeiten hinweg nach oben.

Abbildung A

Veränderungen der Aktienkurse, Staatsanleiherenditen und Inflationserwartungen in den USA sowie Kursentwicklung des US-Dollar nach der US-Wahl 2016 im Vergleich zu den Veränderungen nach dem Tapering Talk

(in % (rechte Skala); in Basispunkten (linke Skala))



Quellen: Bloomberg, Federal Reserve Board und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Inflationserwartungen“ bezieht sich auf die Datenreihe „US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years“; „US-Dollar (NEWK)“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des US-Dollar; „nach der US-Wahl“ bezieht sich auf Veränderungen im Zeitraum vom 8. November 2016 (Sitzung des Offenmarktausschusses) bis zum 3. März 2017; „nach dem Tapering Talk“ steht für Veränderungen in der Zeit vom 22. Mai bis zum 19. September 2013.

Die Gründe für den Anstieg der Renditen amerikanischer Staatsanleihen scheinen jedoch jeweils unterschiedlich gewesen zu sein.

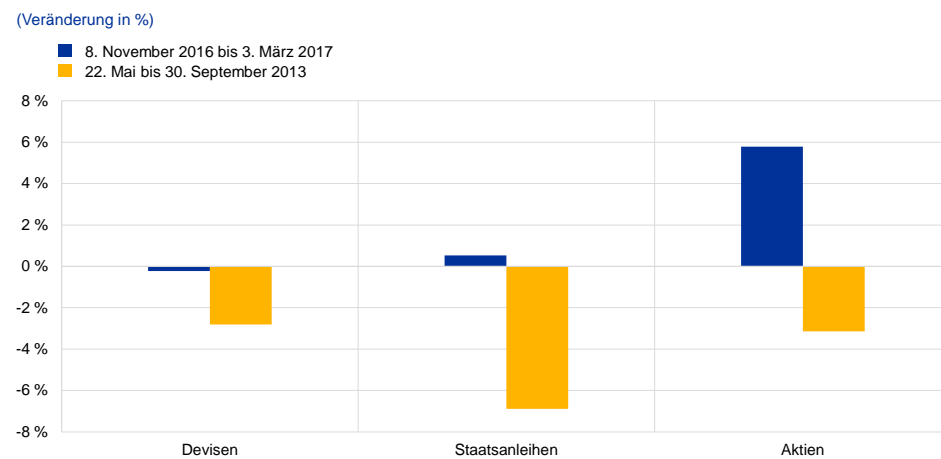
In der aktuellen Episode deutet die Interaktion der US-Aktienkurse, der US-Staatsanleiherenditen und des US-Dollar-Wechselkurses darauf hin, dass ein positiver Nachfrageschock für die Entwicklung am US-amerikanischen Anlagenmarkt maßgeblich ist. Insbesondere die steigenden Aktien- und sinkenden Anleihekurse scheinen die Markterwartung finanzpolitischer Impulse widerzuspiegeln. Nach dem Tapering Talk im Jahr 2013 führte hingegen wohl ein geldpolitischer Schock – d. h. sich wandelnde Markterwartungen bezüglich der weiteren geldpolitischen Entwicklung – zu dem Anstieg der US-Staatsanleiherenditen.

Die Reaktion an den Finanzmärkten der Schwellenländer in den letzten Monaten fiel folglich insgesamt milder aus als während der Zeit des Tapering Talk.

In den Wochen nach der US-Präsidentschaftswahl kam es in den Schwellenländern zu einer Abwertung ihrer Währungen, zu fallenden Anleihekursen (d. h. zu einem Anstieg der Renditen) und zu deutlichen Einbußen an den Aktienmärkten. Der anfängliche Rückgang der Anleihe- und Aktienkurse in den Schwellenländern hat sich seitdem umgekehrt, wobei die dortigen Aktienkurse sogar einen höheren Stand als vor der Wahl erreicht haben, und es ist eine Erholung der Währungen der Schwellenländer zu verzeichnen. In der Zeit des Tapering Talk war demgegenüber der Rückgang der Wechselkurse ihrer Währungen sowie der Anleihe- und Aktiennotierungen an ihren Finanzmärkten sehr viel dauerhafter (siehe Abbildung B). Der Abverkauf im Mai 2013 markierte den Beginn eines langfristig fallenden Trends der Vermögenspreise in den Schwellenländern, der bis Anfang 2016 anhielt.

Abbildung B

Veränderungen der Preise für finanzielle Vermögenswerte in den Schwellenländern nach der Wahl 2016 in den USA und nach dem Tapering Talk



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

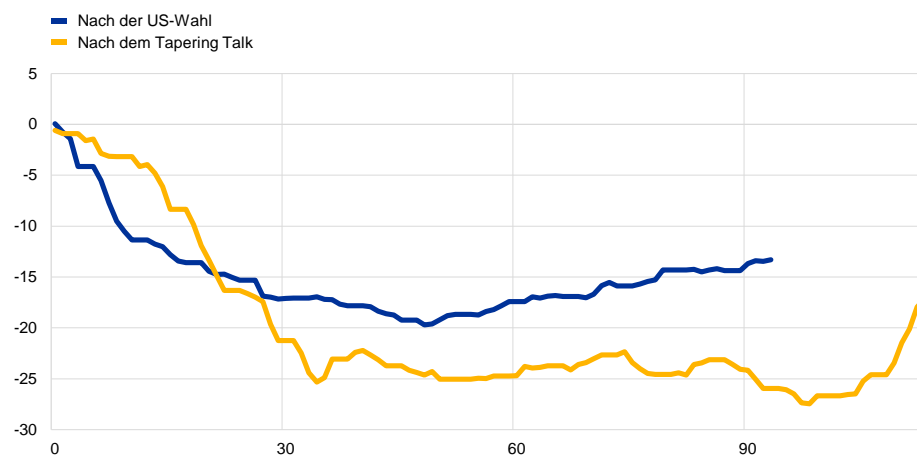
Anmerkung: „Devisen“ bezieht sich auf den handelsgewichteten JP Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI); „Staatsanleihen“ bezieht sich auf den JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI), einen Anleiheindex für auf US-Dollar lautende Staatsanleihen der Schwellenländer; „Aktien“ bezieht sich auf den MSCI Emerging Market Index.

Die jüngsten Kapitalabflüsse von den Aktien- und Anleihemärkten der Schwellenländer lagen der Höhe nach unter den Werten, die während des Tapering Talk verzeichnet wurden. Die innerhalb des Monats nach der US-Wahl verbuchten Portfolioabflüsse aus diesen Ländern betragen insgesamt 17 Mrd USD (nach Daten des Institute of International Finance); sie lagen damit nur leicht unterhalb der Abflüsse in dem Monat nach dem Tapering Talk, die sich auf 21 Mrd USD belaufen hatten (siehe Abbildung C). Hinter der aktuellen Entwicklung stand in erster Linie die Verringerung des Engagements ausländischer Anleger an den Anleihemärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften, was auf den spürbaren Renditeanstieg in den Vereinigten Staaten zurückzuführen war. Zu Beginn des laufenden Jahres kehrten sich diese Kapitalabflüsse jedoch um und trugen damit zur Stabilisierung der Anlagenmärkte dieser Staaten bei. In beiden Phasen war zu beobachten, dass sich die von Gebietsfremden veranlassten Portfolioabflüsse rasch wieder umkehrten und es zu keinem abrupten Versiegen („sudden stop“) kam.

Abbildung C

Von Gebietsfremden verursachte Portfolioabflüsse aus den Schwellenländern nach der US-Wahl 2016 und nach dem Tapering Talk

(x-Achse: Anzahl der Tage seit Beginn der jeweils untersuchten Phase; y-Achse: tägliche kumulierte Ströme in Mrd USD)



Quellen: Institute of International Finance und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Nach der Wahl in den USA“ bezieht sich auf kumulierte Veränderungen in der Zeit vom 8. November 2016 bis zum 9. Februar 2017, „nach dem Tapering Talk“ auf kumulierte Veränderungen in der Zeit vom 23. Mai bis zum 13. September 2013. Die aggregierten Ströme basieren auf folgenden acht Schwellenländern, die täglich Informationen zu Portfolioverbindlichkeiten veröffentlichen: Indonesien, Indien, Südkorea, Thailand, Südafrika, Brasilien, die Philippinen und die Türkei.

Ungeachtet der insgesamt günstigen Entwicklungen an den Finanzmärkten überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken für die Konjunktur in den Schwellenländern, was insbesondere mit einer potenziell zunehmend protektionistischen Haltung gegenüber wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenhängt, die dem Welthandel Schaden zufügen würde.

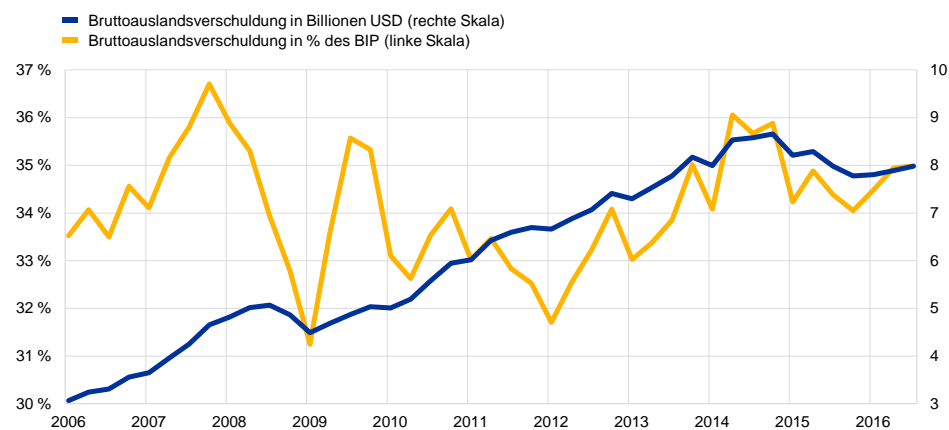
Käme es zu einer Umsetzung protektionistischer Maßnahmen, so könnten diese die aus einer kräftigeren Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten resultierenden möglichen Vorteile mehr als kompensieren und würden insgesamt gesehen das Wirtschaftswachstum der Schwellenländer bremsen. So hat beispielsweise die Möglichkeit eines zunehmenden Protektionismus bereits zu einer größeren Unsicherheit bezüglich der künftigen Aussichten für Mexikos Handel mit den USA beigetragen, was die Wachstumsperspektiven Mexikos eintrübt. Überdies weisen die Ausfuhren vieler Schwellenländer in der Regel einen hohen Importgehalt auf; diese eng miteinander verflochtenen Lieferketten implizieren, dass ein etwaiger Aufbau von Handelsbarrieren schwerwiegende Auswirkungen hätte und somit zu Rückkopplungen auf globaler Ebene führen würde.

Des Weiteren könnte ein Anstieg der Auslandsverschuldung der Schwellenländer – im Zusammenwirken mit der Präferenz lokaler Unternehmen und Banken für Finanzierungen in US-Dollar – einige dieser Länder anfällig machen. Die Auslandsverschuldung eines Großteils der aufstrebenden Volkswirtschaften ist nach der globalen Finanzkrise gestiegen und hat nach der Phase der Spekulationen über die Absichten der US-Notenbank, ihre geldpolitischen Zügel wieder anzuziehen, weiter zugenommen, was hauptsächlich den sehr lockeren Finanzierungsbedingungen auf internationaler Ebene zuzuschreiben war (siehe Abbildung D). Mit der Aufwertung des US-Dollar und den weltweit steigenden Zinsen wird der Schuldendienst zunehmend zu einer Belastung. Darüber hinaus

müssen die Zentralbanken in Staaten, die aufgrund einer kräftigen Abwertung ihrer Währungen mit einem verstärkten Inflationsdruck konfrontiert sind, möglicherweise ihre Geldpolitik weiter straffen, was die Last des Schuldendienstes für auf nationale Währung lautende Kredite nochmals erhöht. Im Ergebnis könnte eine höhere Schuldendienstquote die konjunkturelle Entwicklung hemmen, indem sie sich nachteilig auf Konsum und Investitionen in den entsprechenden Schwellenländern auswirkt.

Abbildung D
Bruttoauslandsverschuldung der Schwellenländer

(in % des BIP; in Billionen USD)



Quellen: Weltbank und nationale Quellen (für das BIP).
 Anmerkung: Die Datenreihe stellt ein Aggregat aus 14 Ländern dar (Argentinien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Südafrika, Korea, die Türkei, Hongkong, Malaysia, Singapur und Thailand).

Analyse der Nettokapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet im Bereich der Wertpapieranlagen

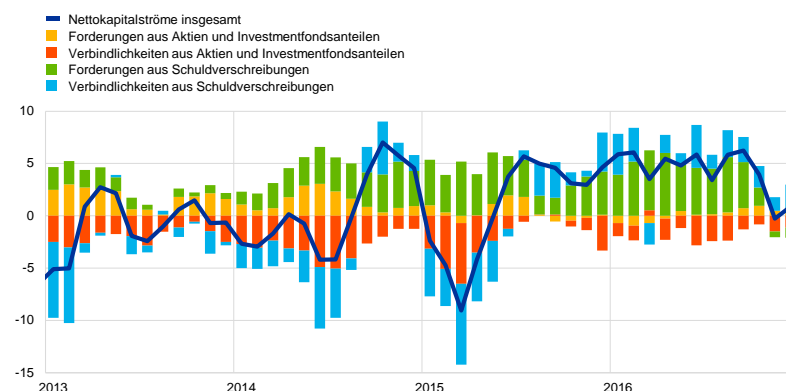
Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Entwicklungen der Zu- und Abflüsse bei den Wertpapieranlagen in der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets untersucht. Der im Jahr 2016 in der Zahlungsbilanz des Euroraums ausgewiesene Leistungsbilanzüberschuss spiegelte sich in der Kapitalbilanz überwiegend in Form von Nettokapitalabflüssen bei den Wertpapieranlagen und – in geringerem Maße – bei den Direktinvestitionen wider.

Im Eurogebiet wurden im vergangenen Jahr Nettokapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen verzeichnet, da sowohl Anleger aus dem Euro-Währungsgebiet als auch gebietsfremde Anleger eine Neugewichtung ihrer Portfolios zugunsten gebietsfremder Schuldverschreibungen vornahmen (siehe Abbildung A). Im Fall der im Euroraum ansässigen Investoren stellte dies eine Fortsetzung der seit der zweiten Jahreshälfte 2014 beobachteten umfangreichen Umschichtung in gebietsfremde Schuldtitel dar. Der jährliche Nettoerwerb von außerhalb des Eurogebiets emittierten Schuldverschreibungen durch gebietsansässige Investoren belief sich 2016 auf insgesamt 364 Mrd €. Damit wurde das im Jahr 2015 verzeichnete Allzeithoch von 382 Mrd € nur geringfügig unterschritten. Diese Zahlen verdecken jedoch, dass die Anleger aus dem Euroraum im Schlussquartal 2016 per saldo gebietsfremde Papiere abstießen, und zwar erstmals seit dem zweiten Quartal 2012. Die Nettoverkäufe von nicht im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen betrugen in jenem Quartal 26 Mrd €. Die Nettoinvestitionen Gebietsansässiger in gebietsfremde Aktien und Investmentfondsanteile blieben im Jahr 2016 gedämpft und beliefen sich auf 12 Mrd €.

Abbildung A

Aufschlüsselung der Kapitalströme bei den Wertpapieranlagen im Euroraum

(in % des BIP; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokäufe (-verkäufe) von Wertpapieren gebietsfremder Emittenten durch Anleger des Euroraums. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver (negativer) Wert Nettoverkäufe (-käufe) von Wertpapieren gebietsansässiger Emittenten durch gebietsfremde Anleger an. Bei den Nettokapitalströmen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokapitalabflüsse (-zuflüsse) aus dem (in den) Euroraum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

Im Jahr 2016 traten gebietsfremde Anleger erstmals seit Einführung des Euro als Nettoverkäufer von im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen auf.

Die Nettoverkäufe von Schuldtiteln aus dem Euroraum durch Gebietsfremde lagen 2016 bei 192 Mrd €, verglichen mit einem Nettoerwerb in Höhe von 30 Mrd € im Jahr 2015. Grund hierfür waren in erster Linie Nettoveräußerungen von staatlichen Schuldverschreibungen (diese beliefen sich auf 116 Mrd € und spiegelten in beträchtlichem Maße Verkäufe im Zusammenhang mit dem Programm der EZB zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) wider) sowie per saldo verbuchte Verkäufe von Schuldtiteln gebietsansässiger MFIs (im Umfang von 63 Mrd €). In Bezug auf Aktien und Investmentfondsanteile aus dem Euro-Währungsgebiet traten gebietsfremde Anleger hingegen nach wie vor als Nettokäufer auf, wenngleich das Volumen ihrer Nettokäufe von 268 Mrd € im Jahr 2015 auf 126 Mrd € im darauffolgenden Jahr zurückging.

Die anhaltend negativen Zinsabstände gegenüber anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Nettokapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen im Jahr 2016 (siehe

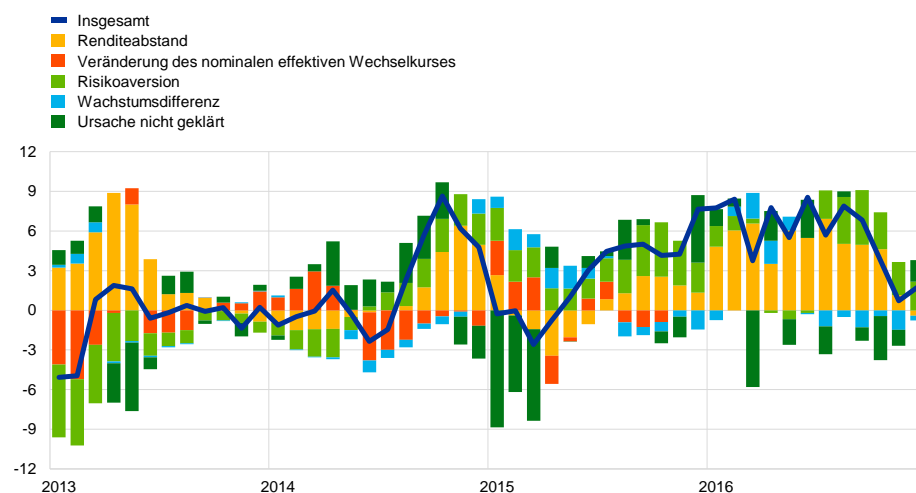
Abbildung B). Eine empirische Untersuchung, in der geschätzt wird, welche zeitvariablen Beiträge ausgewählte wirtschaftliche und finanzielle Variablen zur Entwicklung der Nettokapitalströme des Euroraums im Bereich der Schuldverschreibungen leisten, legt den Schluss nahe, dass die Zinsabstände 2016 eine wichtige Rolle spielten.¹ So betrug der durchschnittliche Renditeabstand zwischen BIP-gewichteten Staatsanleihen der Euro-Länder und US-Staatsanleihen im Jahr 2016 bei zehnjähriger Laufzeit rund -1,0 Prozentpunkte und bei fünfjähriger Laufzeit -1,4 Prozentpunkte. Zudem deuten die Schätzungen darauf hin, dass die Risikoaversion der Anleger in gewissem Umfang zu den in der zweiten Jahreshälfte 2016 verzeichneten Nettokapitalabflüssen bei den Schuldverschreibungen beitrug; dies hing vermutlich mit dem vorübergehenden Anstieg der finanziellen Stressindikatoren nach dem Referendum über die EU-Mitgliedschaft im Vereinigten Königreich im Juni 2016 zusammen.

¹ Diese Schätzungen zu den zeitvariablen Triebkräften der Nettokapitalströme bei den Wertpapieranlagen im Euroraum basieren auf einem Modell in reduzierter Form mit zeitvariablen Regressionskoeffizienten, das sowohl Veränderungen der Marktstimmung als auch Veränderungen der bedingten Korrelation zwischen Fundamentaldaten und finanziellen Strömen erfasst. Diese Fundamentaldaten umfassen a) den zusammengesetzten Indikator der EZB für systemischen Stress (CISS) als Näherungswert für das Ausmaß der Risikoaversion der Anleger, b) den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, c) die Differenz zwischen dem Euroraum und fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets in Bezug auf das Wachstum der Industrieproduktion sowie d) den Renditeabstand zwischen Staatsanleihen aus dem Euroraum und Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften, die nicht zum Eurogebiet gehören. Das Modell wird in monatlichen Abständen auf der Basis eines Kalman-Filters mit der Maximum-Likelihood-Methode geschätzt. Einzelheiten finden sich in: EZB, Die Auswirkungen der Risikoaversion auf die Kapitalströme des Euro-Währungsgebiets seit der Krise, Kasten 3, in: Grenzüberschreitende Kapitalströme des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Februar 2012.

Abbildung B

Modellgestützte Schätzungen zu den Triebkräften der Nettokapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen

(in % des BIP; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Beiträge der Variablen)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert steht für Nettokapitalabflüsse (-zuflüsse) aus dem (in den) Euroraum. Einzelheiten zu den Variablen sind Fußnote 1 dieses Kastens zu entnehmen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

Den vorliegenden Daten für die ersten drei Quartale 2016 zufolge bestand der Nettoerwerb von außerhalb des Euroraums begebenen

Schuldverschreibungen durch Gebietsansässige in diesem Zeitraum nahezu ausschließlich aus langfristigen Schuldtiteln und spiegelte größtenteils Transaktionen durch sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften wider.

So entfielen rund 74 % des Nettoerwerbs auf diese Gruppe von Unternehmen – dazu zählen Investmentfonds und Pensionseinrichtungen sowie Versicherungsgesellschaften –, wobei der Anteil der „sonstigen privaten Einheiten“² und der MFIs ohne Eurosystem bei 14 % bzw. 7 % lag. Rund 40 % der außerhalb des Euroraums emittierten Schuldverschreibungen, die von Gebietsansässigen erworben wurden, wurden von nicht zum Eurogebiet gehörenden Staaten begeben, der Rest von gebietsfremden MFIs, sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften und sonstigen privaten Einheiten (jeweils etwa 20 %).

Die Investitionen gebietsansässiger Anleger in gebietsfremde

Schuldverschreibungen konzentrierten sich im Jahr 2016 nach wie vor auf

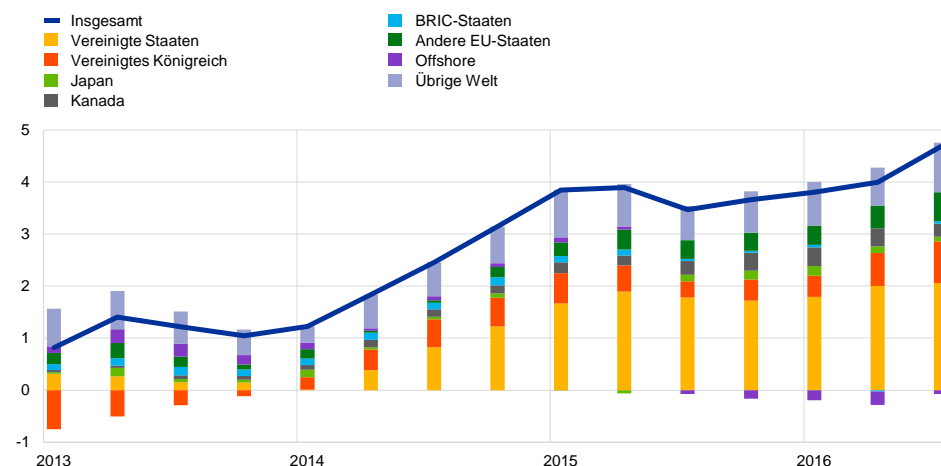
andere fortgeschrittene Volkswirtschaften (siehe Abbildung C). Den für die ersten drei Quartale 2016 vorliegenden Angaben zufolge entfielen in diesem Zeitraum 46 % der per saldo durch gebietsansässige Investoren erworbenen gebietsfremden Schuldtitel auf die Vereinigten Staaten, 17 % auf das Vereinigte Königreich, 13 % auf andere EU-Mitgliedstaaten und 4 % auf Kanada. Der aggregierte Nettoerwerb von Schuldverschreibungen brasilianischer, chinesischer, indischer und russischer Emittenten belief sich weiterhin auf weniger als 1 % der gesamten Nettokäufe.

² Hierzu gehören nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Abbildung C

Geografische Aufschlüsselung des Nettoerwerbs gebietsfremder Schuldverschreibungen durch Anleger aus dem Euroraum

(in % des BIP des Euroraums; gleitende Vierquartalsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die BRIC-Staaten umfassen Brasilien, Russland, Indien und China; die Gruppe „andere EU-Staaten“ umfasst die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums (ohne Vereinigtes Königreich). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2016.

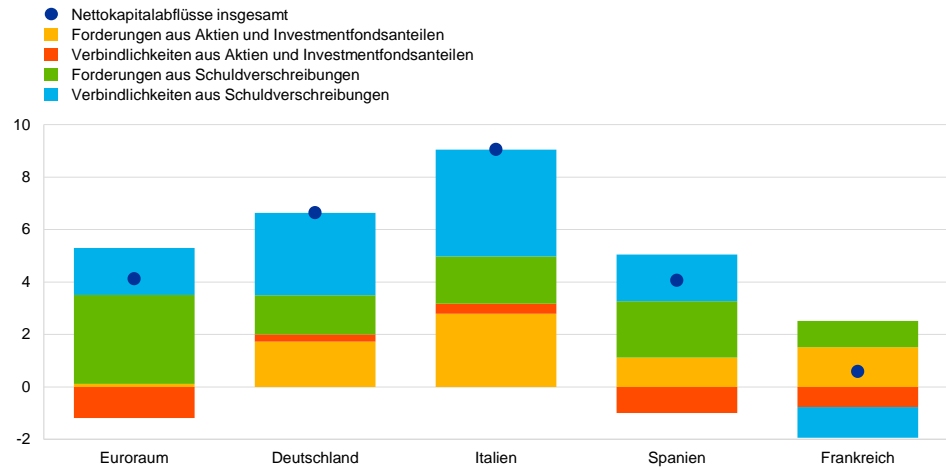
Daten auf Länderebene zeigen, dass es bei den größten Euro-Ländern zu Nettokapitalabflüssen kam, die durch die Nettoverkäufe inländischer Schuldverschreibungen durch ausländische Investoren und den Nettoerwerb ausländischer Vermögenswerte durch inländische Anleger bedingt waren

(siehe Abbildung D). Die umfangreichsten Nettoverkäufe von Schuldverschreibungen durch ausländische Investoren wurden in Italien verzeichnet (4,1 % des BIP), gefolgt von Deutschland (3,1 % des BIP) und Spanien (1,8 % des BIP), während ausländische Anleger als Nettokäufer französischer Schultitel auftraten (mit einem Nettoerwerb im Umfang von insgesamt 1,2 % des BIP). In Spanien und Frankreich waren auch Nettokapitalzuflüsse bei den Anlagen in Aktien und Investmentfondsanteilen durch ausländische Investoren zu beobachten. Im Gegensatz zur Kapitalbilanz des Euroraums insgesamt wurden auf Länderebene beträchtliche grenzüberschreitende Nettokapitalströme bei den Anlagen in Aktien und Investmentfondsanteilen verzeichnet. Ausschlaggebend hierfür waren kräftige grenzüberschreitende Kapitalflüsse innerhalb des Euroraums zugunsten von Investmentfonds, die vor allem in Finanzzentren des Euroraums ansässig sind. Im Jahr 2016 machten die grenzüberschreitenden Nettokapitalflüsse in Investmentfonds den Großteil der bei den Aktien und Investmentfondsanteilen für einzelne Euro-Länder verzeichneten Ströme aus, wobei Italien die stärksten Mittelströme verbuchte. Darüber hinaus waren Anleger in Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien im selben Zeitraum Nettokäufer ausländischer Schuldverschreibungen mit einem Nettoerwerb von insgesamt 1 % bis 2 % des BIP.

Abbildung D

Aufschlüsselung der Nettokapitalströme bei den Wertpapieranlagen im Jahr 2016

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokäufe (-verkäufe) von Wertpapieren ausländischer Emittenten durch inländische Anleger. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver (negativer) Wert Nettoverkäufe (-käufe) von Wertpapieren inländischer Emittenten durch ausländische Anleger an. Bei den Nettokapitalströmen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokapitalabflüsse (-zuflüsse) aus dem jeweiligen Land/aus dem Euroraum (in das jeweilige Land/in den Euroraum).

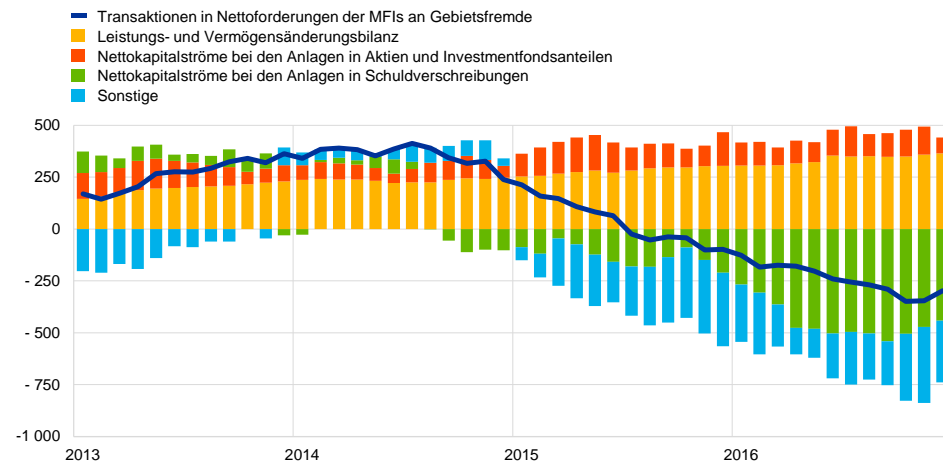
Die Portfolioumschichtungen der Nicht-MFIs zuungunsten von im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen belasteten im Jahr 2016 weiterhin die Netto-Auslandsposition des gebietsansässigen MFI-Sektors (siehe

Abbildung E). Die Kapitalströme bei den Wertpapieranlagen des Euroraums ohne den MFI-Sektor entsprachen recht genau dem Verlaufsmuster für die Gesamtwirtschaft, das aus Abbildung A hervorgeht. In der Netto-Auslandsvermögensposition der MFIs spiegeln sich die Mittelströme aus Handelsgeschäften und Finanztransaktionen der Nicht-MFIs wider. Wie sich an der monetären Darstellung der Zahlungsbilanz ablesen lässt, hatten die Nettokapitalabflüsse im Bereich der Schuldverschreibungen bei den Nicht-MFIs im Jahr 2016 über die Netto-Auslandsposition der MFIs einen zunehmend negativen Einfluss auf das jährliche M3-Wachstum im Eurogebiet. Umgekehrt wurde die Netto-Auslandsposition der MFIs weiterhin durch Transaktionen von Nicht-MFIs im Zusammenhang mit dem Leistungsbilanzüberschuss des Eurogebiets sowie in geringerem Maß durch Nettozuflüsse bei Aktien und Investmentfondsanteilen gestützt.

Abbildung E

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz

(in Mrd €; gleitende Zwölfmonatssummen der monatlichen Ströme)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert steht für einen Nettokapitalzufluss (-abfluss) bzw. einen Anstieg (Rückgang) der MFI-Forderungen gegenüber Gebietsfremden. Alle Zahlungsbilanztransaktionen betreffen Nicht-MFIs. Der Posten „Sonstige“ umfasst Nettokapitalströme bei den Direktinvestitionen, andere Investitionen und Finanzderivate sowie Diskrepanzen zwischen der Zahlungsbilanz und der monetären Statistik sowie Restposten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

3 Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen: Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse

Seit Juni 2014 hat die EZB eine Reihe von geldpolitischen Sondermaßnahmen verabschiedet, um die Inflationsraten mittelfristig wieder ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu führen. Hierzu gehören die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), die Absenkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität in den negativen Bereich sowie ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), das auf verschiedene Investment-Grade-Wertpapiere des privaten und öffentlichen Sektors abzielt. Gestützt wird dieser Maßnahmenkatalog von der Forward Guidance, wonach die Leitzinsen der EZB für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden und der Erwerb von Vermögenswerten im derzeitigen Umfang fortgesetzt wird, und zwar „bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus [...] und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht“. Im Rahmen ihrer Forward Guidance wies die EZB überdies wiederholt auf ihre Bereitschaft hin, das Ankaufprogramm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten, sollten sich die Aussichten eintrüben oder es zu einer unerwünschten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen kommen.

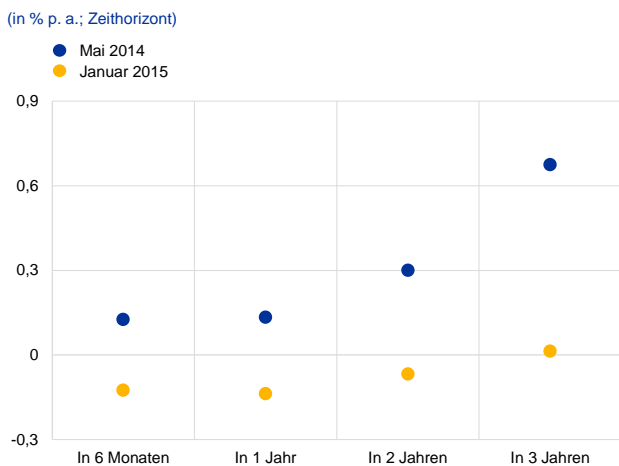
In diesem Kasten wird eine Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse in Bezug auf die Wirksamkeit dieser Maßnahmen für die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen und die Förderung der Kreditintermediation vorgenommen. Die Einführung geldpolitischer Sondermaßnahmen durch wichtige Zentralbanken sowie deren Auswirkungen und Funktionsmechanismen sind seit mehreren Jahren Gegenstand einer Vielzahl wissenschaftlicher Forschungsarbeiten.³ Im vorliegenden Kasten werden einige zentrale Erkenntnisse erörtert, die sich aus diesen Studien für den Euroraum ableiten lassen; hierbei liegt der Fokus auf der Anpassung der Preise an den Finanzmärkten und des Kreditvergabeverhaltens der Banken. Solche Anpassungen stellen die ersten wichtigen Schritte im geldpolitischen Transmissionsprozess dar.⁴ Die empirische Evidenz wird dabei anhand dreier stilisierter Transmissionskanäle strukturiert, nämlich mittels des Signalkanals, des direkten Weitergabekanals und des Portfoliokanals.

³ Zu den Vereinigten Staaten siehe beispielsweise A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates, in: Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2011, S. 215-265, sowie J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache und B. Sack, The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases, in: International Journal of Central Banking, Bd. 7(1), 2011, S. 3-43. Zum Vereinigten Königreich siehe M. A. S. Joyce, A. Lasoosa, I. Stevens und M. Tong, The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom, in: International Journal of Central Banking, Bd. 7(3), 2011, S. 113-161.

⁴ Eine frühere umfassende Bewertung der Sondermaßnahmen der EZB findet sich in: EZB, Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

Über den Signalkanal haben die Sondermaßnahmen die Intention der EZB untermauert, die kurzfristigen Zinsen über längere Zeit auf einem niedrigen Niveau zu halten; sie haben sich zudem stützend auf die Inflationserwartungen ausgewirkt. Die Herabsetzung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf Werte von unter null Prozent war ein wirksames Instrument, um zu signalisieren, dass kurzfristige Zinssätze über einen längeren Zeitraum, als dies ansonsten zu erwarten gewesen wäre, niedrig bleiben oder sogar noch weiter gesenkt werden könnten. Dies hat die Wirkung des APP auf die gesamte Zinsstrukturkurve verstärkt.

Abbildung A
Terminzinsen für dreimonatige EONIA-Swaps (OIS)



Quelle: EZB.

Dass die Erwartungen bezüglich der Entwicklung der Kurzfristzinsen nach unten korrigiert wurden, ist zum Großteil den geldpolitischen Sondermaßnahmen zuzuschreiben. In Abbildung A werden zwei Konstellationen der Terminzinsen für Dreimonats-OIS miteinander verglichen, bei denen es sich um Näherungswerte für die Markterwartungen hinsichtlich der Entwicklung der nominalen Kurzfristzinsen handelt.⁵ Die erste Konstellation wurde im Mai 2014 (also unmittelbar vor Einführung der Sondermaßnahmen) und die zweite Konstellation direkt nach der EZB-Ratssitzung am 22. Januar 2015, als das APP angekündigt wurde, beobachtet. In der Zeit von Mai 2014 bis Januar 2015 wurden die Markterwartungen in Bezug auf die Zinssätze erheblich nach unten revidiert; dies zeigt sich beispielsweise am Rückgang der OIS-Terminsätze in drei Jahren um rund

70 Basispunkte. Neben den geldpolitischen Maßnahmen könnte allerdings eine Reihe anderer Faktoren zu den veränderten Markterwartungen beigetragen haben. Um den Beitrag der EZB-Maßnahmen zu bestimmen, wird in der Fachliteratur eine Methode verwendet, bei der die Veränderungen von Vermögenspreisen im zeitlichen Umfeld der Bekanntgabe geldpolitischer Beschlüsse untersucht werden (sogenannte „Evidenz aus Ereignisstudien“).⁶ Dieser Ansatz bestätigt, dass der Rückgang bei den Erwartungen hinsichtlich der Kurzfristzinsentwicklung zum großen Teil den geldpolitischen Sondermaßnahmen zuzuschreiben ist.⁷ Er zeigt auch, dass die Maßnahmen Signaleffekte auf die Inflationserwartungen hatten, die insbesondere im

⁵ Grundsätzlich ist es möglich, dass die OIS-Terminzinsen die erwarteten künftigen Kurzfristzinsen nicht vollständig widerspiegeln, da sie eine Laufzeitprämienkomponente enthalten können. Angesichts der Tatsache, dass der Schwerpunkt auf den kurz- und mittelfristigen Laufzeiten liegt, fällt diese Erwägung jedoch etwas weniger ins Gewicht, da sich die Prämie für das Laufzeitrisiko bei diesen Fristigkeiten tendenziell eher in Grenzen hält.

⁶ Da die Finanzmärkte zukunftsorientiert sind, erfolgt eine Reaktion der Vermögenspreise auf geldpolitische Maßnahmen, wenn Erwartungen in Bezug auf diese Maßnahmen entstehen oder korrigiert werden, also insbesondere rund um den Zeitpunkt der Bekanntgabe geldpolitischer Beschlüsse. Ähnliche auf Ereignisstudien basierende Ansätze wurden verwendet, um die in den USA und im Vereinigten Königreich verabschiedeten geldpolitischen Maßnahmen zu bewerten. Zu den Vereinigten Staaten siehe beispielsweise A. Krishnamurthy und A. Vissing-Jorgensen, a. a. O.; zum Vereinigten Königreich siehe M. A. S. Joyce, A. Lasaoa, I. Stevens und M. Tong, a. a. O.

⁷ Der Signalkanal hat auch zu einer Abnahme der Unsicherheit bezüglich der künftigen Zinssätze beigetragen. Da eine niedrigere Zinsvolatilität die Wahrscheinlichkeit großer Ausschläge der Zinssätze verringert, sinkt auch das Risiko langfristiger Anleihen, was wiederum geringere Laufzeitprämien zur Folge hat.

zeitlichen Umfeld der Termine, an denen Ankündigungen zum APP gemacht wurden, deutlich zunehmen.⁸ Eine solche Wiederverankerung der Inflationserwartungen ist hilfreich, um eine nachhaltige Korrektur der Inflationseentwicklung zu erreichen.⁹

Über den direkten Weitergabekanal führte die Geldpolitik zu einer weiteren deutlichen Lockerung in den Marktsegmenten, auf die die Sondermaßnahmen abzielen. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB sollen nicht nur für eine breit angelegte Entspannung der finanziellen Lage sorgen, sondern sind so konzipiert, dass sie unmittelbar die Art und Weise verbessern, in der der resultierende Impuls auf die Kreditaufnahmebedingungen der privaten Haushalte und Unternehmen durchwirkt. Die Wirksamkeit dieses Kanals zeigt sich am deutlichsten bei den GLRGs, denn diese enthalten Anreizmechanismen, die sicherstellen, dass die günstigen Refinanzierungskosten für die Banken auch an die Endkreditnehmer weitergegeben werden.¹⁰

⁸ Es wurde beispielsweise festgestellt, dass die Ankündigung des APP im Januar 2015 die Inflationserwartungen über alle Laufzeiten hinweg erhöhte, wobei sich der Effekt bei einer Laufzeit von fünf Jahren auf 10 bis 30 Basispunkte belief (abgeleitet aus inflationsindexierten Swaps). Siehe C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, 2015, sowie S. Ambler und F. Rumler, The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study, Working Paper der Oesterreichischen Nationalbank, Nr. 212, 2017.

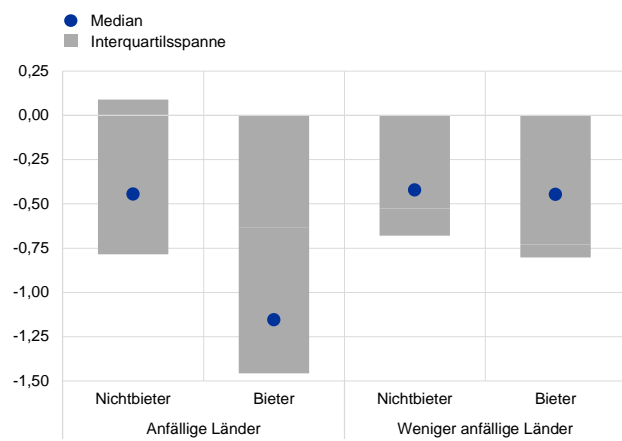
⁹ So lässt eine modellgestützte Einschätzung darauf schließen, dass diese Wiederverankerung für ein Drittel der Auswirkungen des APP auf die Inflation verantwortlich ist. Siehe P. Andrade, J. Breckenfelder, F. De Fiore und P. Karadi, The ECB's asset purchase programme: an early assessment, Working Paper Series der EZB, Nr. 1956, 2016.

¹⁰ Bei den GLRGs handelt es sich um gezielte Geschäfte, da der Betrag, den die Banken aufnehmen können, mit den von ihnen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte ausgereichten Darlehen zusammenhängt. Der Anreizmechanismus funktioniert im Rahmen des GLRG II über Preiseffekte: Übertreffen die teilnehmenden Banken ihre spezifische quantitative Benchmark für die Kreditschöpfung, so sinkt der Zinssatz für die aufgenommenen GLRG-II-Mittel im Verhältnis zu den Standardkreditkosten, die dem zum Zeitpunkt der Abwicklung des betreffenden GLRG geltenden Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte entsprechen; er kann sich so weit verringern, bis er dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Zinssatz der Einlagefazilität entspricht.

Abbildung B

Veränderungen der Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: GLRG-I-Operationen

(in Prozentpunkten)



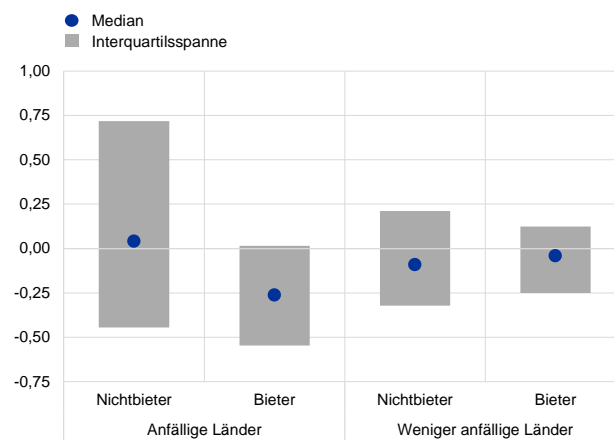
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf den Zeitraum von Juni 2014 bis Juli 2015. In der Gruppe der „anfälligen Länder“ gab es 10 Banken, die keine Gebote abgaben, und 49 Banken, die Gebote abgaben. In der Gruppe der „weniger anfälligen Länder“ gab es 71 Banken, die keine Gebote abgaben, und 43 Banken, die Gebote abgaben.

Abbildung C

Veränderungen der Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: GLRG-II-Operationen

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf den Zeitraum von März bis Dezember 2016. In der Gruppe der „anfälligen Länder“ gab es 24 Banken, die keine Gebote abgaben, und 47 Banken, die Gebote abgaben. In der Gruppe der „weniger anfälligen Länder“ gab es 73 Banken, die keine Gebote abgaben, und 51 Banken, die Gebote abgaben.

Die Abbildungen B und C liefern anhand von Informationen über die Kreditzinsen der Banken und deren Bietungsverhalten in den beiden GLRG-Serien Erkenntnisse über diesen Kanal. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die an den GLRGs teilnehmenden Banken mit Sitz in anfälligen Ländern ihre Kreditzinsen stärker gesenkt haben als die nicht teilnehmenden Banken.¹¹ Dies hat dazu beigetragen, dass die geldpolitischen Impulse jene privaten Kreditnehmer im Eurogebiet erreichten, die eine Akkommodierung am dringendsten benötigten.

Und schließlich haben die Sondermaßnahmen der EZB über den Portfoliokanal bei vielen verschiedenen Anlageklassen eine Komprimierung der Risikoprämien bewirkt.

Der Ankauf von Vermögenswerten durch Zentralbanken führt typischerweise zu einer Abschöpfung mittel- bis längerfristiger Anleihen im Gegenzug für täglich fällige Zentralbankguthaben. Dadurch entsteht für die Anleger ein Anreiz, ihre Portfolios zugunsten anderer, risikoreicherer Marktsegmente umzuschichten, obwohl sie einen geringeren Ausgleich für die Risikoübernahme erhalten, denn der Wertpapierankauf durch die Zentralbanken setzt Kapazitäten für die Risikoübernahme im Privatsektor frei und lässt die risikobereinigten Renditen der Vermögenswerte, die unter das Ankaufprogramm fallen, sinken. Dies bewegt die Anleger dazu, alternative Anlageformen ins Auge zu fassen. Um diesen Kanal genauer zu beleuchten, werden in Abbildung D und E die Veränderungen der Wertpapierrenditen in ausgewählten Euro-Ländern während der Pressekonferenz vom 22. Januar 2015, auf der das APP angekündigt wurde, dargestellt.¹² Wie

¹¹ Im vorliegenden Kasten bezieht sich der Begriff „anfällige Länder“ auf Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien, während alle anderen Euro-Länder als „weniger anfällige Länder“ bezeichnet werden.

¹² Die Abbildungen D und E zeigen die Renditeveränderungen am 22. Januar 2015 zwischen 14:30 Uhr und 16:00 Uhr (MEZ), also zwischen dem Beginn und dem Zeitpunkt unmittelbar nach dem Ende der Pressekonferenz.

aufgrund theoretischer Überlegungen zu erwarten war, fiel der Renditerückgang umso stärker aus, je länger die Restlaufzeit der Papiere war. Auch die Tatsache, dass die Preise für Vermögenswerte auf breiter Front reagierten, stützt die Annahme, dass die Maßnahmen der EZB zu einer Entspannung der finanziellen Lage geführt haben, was sich an der Verbesserung der Situation an den Aktienmärkten und dem Rückgang der Renditen von Unternehmensanleihen rund um den Zeitpunkt der APP-Ankündigung ablesen lässt. Bei dieser Einschätzung, die sich ausschließlich auf die Marktreaktionen nach der offiziellen Ankündigung am 22. Januar 2015 beschränkt, bleibt allerdings die Evidenz unberücksichtigt, dass die Kommunikation der EZB, die auf die bevorstehende Einführung eines Ankaufprogramms hindeutete, bereits ab September 2014 einen ersten Einfluss auf die Markterwartungen nahm. Bezieht man diese Antizipationseffekte mit ein, ähnelt die Reaktion der Vermögenspreise in qualitativer Hinsicht der Reaktion im Gefolge der APP-Ankündigung am 22. Januar 2015. Quantitativ lässt sich der ab September 2014 verzeichnete Rückgang der Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum zum Großteil durch das APP erklären.¹³ Zudem sind die Risikoprämien in vielen verschiedenen Anlageklassen gesunken, was den Schluss zulässt, dass es auch zu Übertragungseffekten auf nicht unter das Ankaufprogramm fallende Vermögenswerte kam. Was die späteren Rekalibrierungen des APP betrifft, so gestaltet sich die Analyse der Auswirkungen mittels Ereignisstudien zunehmend schwierig, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf mögliche Maßnahmenpakete aufgrund der kontinuierlichen Veröffentlichungen von Wirtschaftsdaten im Zeitverlauf nach und nach angepasst haben.¹⁴ Gleichwohl gelangen vorliegende Studien, die versuchen, diesem Problem durch die Betrachtung von Zeitreihen- und Querschnittsveränderungen bei Vermögenspreisen und Ankaufvolumina beizukommen, ebenfalls zu dem Ergebnis, dass der seit September 2014 beobachtete Rückgang der langfristigen Risikoprämien im Eurogebiet größtenteils den Maßnahmen der EZB zuzuschreiben ist.¹⁵

¹³ Der dem APP zugeschriebene Einfluss hängt im Wesentlichen mit Bestandsgrößeneffekten zusammen, d. h. mit anhaltenden Renditeveränderungen aufgrund der Abschöpfung von Wertpapieren durch die Zentralbank. Siehe beispielsweise C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, a. a. O.; S. T. Blattner und M. A. S. Joyce, Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE, Working Paper Series der EZB, Nr. 1957, 2016; R. De Santis, Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news, Working Paper Series der EZB, Nr. 1939, 2016, sowie R. S. J. Kojien, F. Koulischer, B. Nguyen und M. Yogo, Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices, Working Paper der Banque de France, Nr. 601, 2016. Die Auswirkungen der tatsächlichen Durchführung der Ankäufe (Stromgrößeneffekte) haben sich ebenfalls als signifikant erwiesen, wenngleich sie begrenzter sind als die Bestandsgrößeneffekte. Siehe F. Holm-Hadulla und R. De Santis, Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

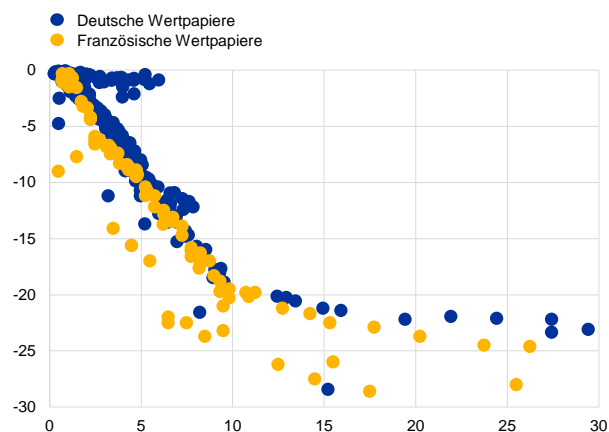
¹⁴ Dies wurde beispielsweise im Zusammenhang mit der jüngsten Rekalibrierung des geldpolitischen Kurses der EZB auf der EZB-Ratssitzung am 8. Dezember 2016 deutlich; dieser Schritt war – wie sich an Umfrageergebnissen ablesen lässt – von den Märkten weitgehend vorhergesehen worden.

¹⁵ Siehe beispielsweise S. T. Blattner und M. A. S. Joyce, a. a. O.

Abbildung D

Veränderungen der Renditen deutscher und französischer Wertpapiere nach Ankündigung des APP am 22. Januar 2015

(in Basispunkten; Restlaufzeit in Jahren)

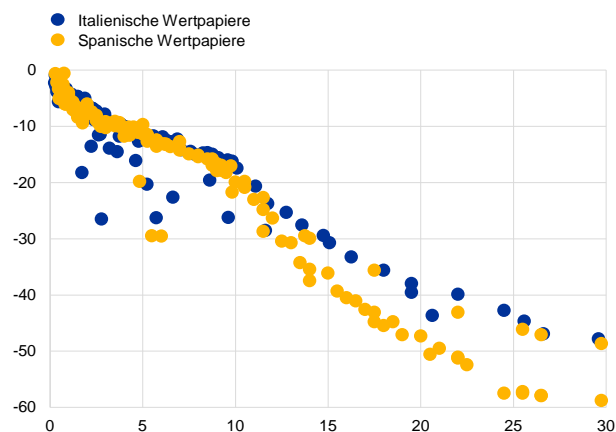


Quelle: EZB-Berechnungen.

Abbildung E

Veränderungen der Renditen italienischer und spanischer Wertpapiere nach Ankündigung des APP am 22. Januar 2015

(in Basispunkten; Restlaufzeit in Jahren)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Über den Portfoliokanal wurden nicht nur finanzielle Vermögenswerte beeinflusst, sondern den Banken auch Anreize gegeben, die Kreditkonditionen für private Haushalte wie auch für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zu verbessern. Zahlreiche empirische Analysen kommen zu dem Ergebnis, dass sich die verschiedenen Maßnahmen in ihren Auswirkungen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken gegenseitig verstärkt haben.¹⁶ Beispielsweise haben die GLRGs für die an den Geschäften teilnehmenden Banken auf der Passivseite eine Entlastung im Hinblick auf ihre Refinanzierung bewirkt. Gleichzeitig haben das APP und die Leitzinssenkungen die Refinanzierungskosten für das gesamte Bankensystem reduziert. Auf der Aktivseite hat die Negativverzinsung der Überschussliquidität Portfolioumschichtungseffekte verstärkt, weil sich durch die impliziten Kosten, die nun für die Haltung von Überschussreserven anfallen, die Umlaufgeschwindigkeit dieser Reserven am Geldmarkt erhöht hat, wodurch es für Banken im Verhältnis attraktiver geworden ist, Kredite auszureichen oder Wertpapiere zu halten, die eine höhere Rendite abwerfen. Wie genau sich die Kreditkonditionen dadurch im Einzelnen verbesserten, war jedoch bei den verschiedenen Arten von Banken und auch von Land zu Land unterschiedlich.

Im Fall von Banken, die die GLRGs stärker in Anspruch nahmen und mehr bilanziellen Restriktionen unterlagen, wurden die Maßnahmen tendenziell in Form niedrigerer Kreditzinsen weitergegeben. So haben Banken in anfälligen Ländern, die sich durch eine hohe Teilnahme an den GLRGs auszeichnen, in erster

¹⁶ Siehe beispielsweise U. Albertazzi, B. Becker und M. Boucinha, Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area, Konferenzpapier im Rahmen der EZB-Konferenz „Monetary policy pass-through and credit markets“ am 27.-28. Oktober 2016 in Frankfurt am Main; C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, Working Paper Series der EZB, Nr. 1978, 2016, sowie J. Boeckx, M. De Sola Perea und G. Peersman, The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area, Working Paper Research der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, Nr. 302, 2016.

Linie mit einer Senkung der Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf die geldpolitischen Maßnahmen reagiert.¹⁷ Hier haben sich die Kreditströme aufgrund des Umfelds, in dem unter anderem eine strukturelle Notwendigkeit zum Schuldenabbau und eine schwache zyklische Nachfrage aufgrund der schleppenden Konjunkturerholung in den anfälligen Ländern vorherrschten, nur allmählich erholt. Der starke Übertragungseffekt auf die Kreditzinsen in den Ländern, die am stärksten von der Finanzkrise getroffen wurden, spiegelte weitgehend eine Normalisierung gegenüber früheren Beeinträchtigungen wider. Dies hatte auch zur Folge, dass sich die Streuung der Bankkreditzinsen verringerte und die Fragmentierung in Bezug auf die Finanzierungsbedingungen in den einzelnen Euro-Ländern nachließ.¹⁸

Im Fall von Banken mit Liquiditätsüberschüssen und einer signifikanten Kreditnachfrage ist es eher zu einer Ausweitung des Kreditvolumens gekommen.

Infolge der EZB-Maßnahmen haben die Banken in den Ländern, in denen sich die konjunkturelle Erholung rascher festigte, ihre Portfolios in Richtung einer verstärkten Kreditvergabe umgeschichtet. In diesen Ländern kommt der Einfluss auf die Kreditfinanzierungskosten weniger stark zum Tragen als in den anfälligeren Ländern, was möglicherweise daran liegt, dass die Spreads und Prämien bereits niedrig waren. Zudem haben die relativ soliden Bilanzpositionen der Banken in den weniger anfälligen Ländern Spielraum für die Ausweitung des Forderungsbestands geschaffen. Schließlich sollte noch auf ergänzende Evidenz hingewiesen werden, die darauf schließen lässt, dass die negativen Leitzinsen den Anreiz zur Portfolioumschichtung noch verstärkt haben, da die Zunahme des Kreditvolumens bei Banken mit hoher Überschussliquidität besonders signifikant war.¹⁹

Alles in allem stützen die Erkenntnisse die Auffassung vom Bankkreditkanal in der geldpolitischen Transmission, der zufolge die Bilanzsituation der Banken Auswirkungen auf die Bedingungen für die Ausreichung von Krediten hat.

Außerdem lässt sich belegen, dass die Wirkung von Wertpapierankäufen in einem bankbasierten System wie dem Euroraum nicht schwächer ausfällt als in kapitalmarktbasierenden Systemen. Im Zusammenspiel mit der Einführung negativer Leitzinsen und den gezielten Refinanzierungsgeschäften hat der von der EZB gesetzte Impuls eine spürbare Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft bewirkt.

¹⁷ Beispielsweise hatten die Sondermaßnahmen bis Ende Dezember 2015 mit 40 Basispunkten dazu beigetragen, dass die Zinssätze für neue Unternehmenskredite niedrig blieben. Siehe C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, a. a. O. Siehe auch U. Albertazzi, A. Nobili und F. Signoretti, The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy, Working Paper der Banca d'Italia, Nr. 1094, 2016.

¹⁸ Siehe EZB, Transmission geldpolitischer Sondermaßnahmen auf MFI-Zinssätze im Kreditgeschäft, Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017.

¹⁹ Siehe S. Demiralp, J. Eisenschmidt und T. Vlassopoulos, Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

4 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 26. Oktober 2016 bis zum 24. Januar 2017

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des vergangenen Jahres (26. Oktober bis 13. Dezember 2016 sowie 14. Dezember 2016 bis 24. Januar 2017) betrachtet. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen in diesem Zeitraum unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 %.

Am 21. Dezember wurde im Rahmen des dritten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) der zweiten GLRG-Serie (GLRG II) Liquidität in Höhe von 62,2 Mrd € bereitgestellt. Dieser Zuteilung standen allerdings freiwillige Rückzahlungen aus dem zweiten Geschäft der GLRG-I-Serie gegenüber, die sich insgesamt auf 14,2 Mrd € beliefen. Durch diese Nettoliquiditätszuführung im Umfang von 48,0 Mrd € erhöhte sich der ausstehende Gesamtbetrag der beiden GLRG-Programme zum Ende des Berichtszeitraums auf 545,7 Mrd €. Darüber hinaus setzte das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen, Asset-Backed Securities und Wertpapieren des Unternehmenssektors im geplanten Umfang von durchschnittlich 80 Mrd € pro Monat fort.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – belief sich im Berichtszeitraum auf 993,2 Mrd € und hat sich somit gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (d. h. der fünften und sechsten Erfüllungsperiode 2016) um 85,2 Mrd € erhöht. Grund hierfür war fast ausschließlich ein Anstieg der durchschnittlichen autonomen Faktoren (netto), die um 84,3 Mrd € zunahmen und einen Höchststand von 875,2 Mrd € erreichten; das Mindestreserve-Soll erhöhte sich indes nur geringfügig (siehe Tabelle).

Liquiditätslage im Eurosystem

	26. Okt. 2016 bis 24. Jan. 2017		27. Juli 2016 bis 25. Okt. 2016		Achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode	
Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 944,8	(+28,1)	1 916,7	1 942,8	(-3,7)	1 946,5	(+8,1)	
Banknotenumlauf	1 110,5	(+14,9)	1 095,5	1 119,1	(+16,1)	1 103,1	(+8,3)	
Einlagen öffentlicher Haushalte	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)	
Sonstige autonome Faktoren	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)	
Geldpolitische Instrumente								
Guthaben auf Girokonten	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)	
Mindestreserve-Soll	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)	
Einlagefazilität	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)	
Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 070,0	(-56,2)	1 126,2	1 042,1	(-51,8)	1 093,9	(-21,6)	
Nettoforderungen in Fremdwährung	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)	
Nettoforderungen in Euro	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)	
Geldpolitische Instrumente								
Offenmarktgeschäfte	2 179,9	(+257,2)	1 922,7	2 254,3	(+138,3)	2 116,0	(+128,1)	
Tendergeschäfte	563,2	(+29,7)	533,5	583,5	(+37,8)	545,8	(+4,9)	
HRGs	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)	
Dreimonatige LRGs	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)	
GLRG-I-Operationen	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)	
GLRG-II-Operationen	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)	
Outright-Geschäfte	1 616,7	(+227,4)	1 389,2	1 670,8	(+100,6)	1 570,2	(+123,2)	
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)	
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)	
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)	
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)	
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)	
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	1 221,2	(+198,2)	1 023,0	1 268,6	(+88,0)	1 180,6	(+107,7)	
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)	
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Aggregierter Liquiditätsbedarf	993,2	(+85,2)	908,0	1 019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)	
Autonome Faktoren ¹	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)	
Überschussliquidität	1 186,7	(+172,0)	1 014,7	1 234,5	(+88,8)	1 145,7	(+98,9)	
Zinsentwicklung (Durchschnittswerte; in %)								
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Einlagefazilität	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
EONIA	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)	

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die in der Tabelle aufgeführten Zahlen sind gerundet. Daher ist zwischen den ausgewiesenen Veränderungen gegenüber der Vorperiode und der Differenz zwischen den Zahlen für die betreffenden Zeiträume eine rundungsbedingte Abweichung um 0,1 Mrd € möglich.

1) Der Gesamtwert der autonomen Faktoren enthält auch den Posten „schwebende Verrechnungen“.

Die Zunahme der autonomen Faktoren war im Wesentlichen auf höhere Liquiditätsabschöpfende Faktoren zurückzuführen. Zu dem Anstieg trug vor allem eine im Schnitt größere Banknotennachfrage bei, die weitgehend im Einklang mit dem zum Jahresende üblichen Verlauf um 14,9 Mrd € auf 110,5 Mrd € stieg. Auch bei den sonstigen autonomen Faktoren wurde im Durchschnitt eine Zunahme verzeichnet, und zwar um 13,0 Mrd € auf 682,3 Mrd €. Die durchschnittlichen Einlagen öffentlicher Haushalte veränderten sich kaum und erhöhten sich um lediglich 0,1 Mrd € auf 152,0 Mrd €.

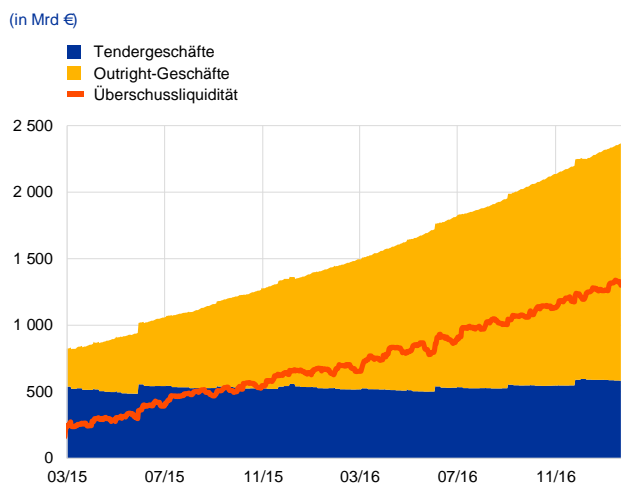
Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum ab, was dem anhaltenden Rückgang der Nettoforderungen in Euro und zugleich einer leichten Abnahme der Nettoforderungen in Fremdwährung zuzuschreiben war. Die Nettoforderungen in Euro betragen durchschnittlich 388,4 Mrd € und somit 51,5 Mrd € weniger als im Referenzzeitraum zuvor. Verantwortlich hierfür war ein Rückgang der Finanzanlagen, die vom Eurosystem für nichtgeldpolitische Zwecke gehalten werden, im Zusammenspiel mit einem Anstieg der Verbindlichkeiten, die ausländische öffentliche Institutionen bei den nationalen Zentralbanken halten. Grund für die Zunahme der Bestände dieser Institutionen dürften die begrenzten Investitionsmöglichkeiten am Markt sein. Die Nettoforderungen in Fremdwährung verringerten sich durchschnittlich um 4,7 Mrd € auf 681,5 Mrd €.

Die Volatilität der autonomen Faktoren veränderte sich nicht wesentlich gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum und lag somit weiterhin auf erhöhtem Niveau. Volatilitätsursachen waren in erster Linie Schwankungen sowohl bei den Einlagen öffentlicher Haushalte als auch bei den Nettoforderungen in Euro.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (Tenderoperationen und Programme zum Ankauf von Vermögenswerten) zugeführten Liquidität erhöhte sich um 257,2 Mrd € auf 2179,9 Mrd € (siehe Abbildung). Dieser Anstieg war in erster Linie dem erweiterten Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten zuzuschreiben.

Entwicklung der geldpolitischen Instrumente und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte stieg um 29,7 Mrd € auf 563,2 Mrd €

Dahinter verbarg sich ein Rückgang der im Rahmen von Standardgeschäften zugeführten Liquidität, der jedoch durch eine erhöhte Zuteilung über die GLRGs mehr als ausgeglichen wurde. Bei der über HRGs und dreimonatige LRGs im Schnitt bereitgestellten Liquidität war eine Abnahme um 6,4 Mrd € bzw. 6,1 Mrd € festzustellen, der ein Anstieg des durchschnittlich ausstehenden Betrags der GLRGs um 42,1 Mrd € gegenüberstand; dies ergab sich vor allem als Nettoeffekt aus der Abwicklung der dritten GLRG-II-Operation und den freiwilligen vorzeitigen Rückzahlungen von Mitteln aus dem zweiten GLRG-I-Geschäft.

Der durchschnittliche Betrag der über das APP zugeführten Liquidität nahm um 227,4 Mrd € auf 1 616,7 Mrd € zu, was in erster Linie dem Erwerb

von Wertpapieren des öffentlichen Sektors geschuldet war. Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3), das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) stieg um 198,2 Mrd €, 11,2 Mrd €, 1,9 Mrd € bzw. 24,2 Mrd €. Beim Programm für die Wertpapiermärkte (SMP) und den ersten beiden Programmen zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP und CBPP2) kam es indes zu Tilgungen im Umfang von insgesamt 8,1 Mrd €.

Überschussliquidität

Infolge der beschriebenen Entwicklungen stieg die durchschnittliche Überschussliquidität im Berichtszeitraum um 172,0 Mrd € auf 1 186,7 Mrd €

(siehe Abbildung). In der siebten Erfüllungsperiode erhöhte sich die Überschussliquidität aufgrund der über das APP zugeführten Liquidität im Schnitt um 98,9 Mrd €. In der achten Erfüllungsperiode nahm die Überschussliquidität nur um 88,8 Mrd € zu, was vor allem einem Rückgang der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren in Höhe von 51,8 Mrd € zuzuschreiben war, welche den durch das APP bedingten Liquiditätszuwachs teilweise kompensierten. Außerdem verringerte sich der Umfang der im Rahmen der Programme getätigten Ankäufe von Vermögenswerten in der achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode bedingt durch die Weihnachtszeit geringfügig.

Die gestiegene Überschussliquidität spiegelte sich vor allem in höheren durchschnittlichen Giroguthaben der Banken beim Eurosystem wider; diese nahmen im Berichtszeitraum um 105,8 Mrd € auf 867,8 Mrd € zu. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität erhöhte sich um 67,2 Mrd € auf 437,1 Mrd €.

Zinsentwicklung

Die Tagesgeldsätze am Geldmarkt blieben in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität oder lagen in manchen Fällen darunter, während am Repomarkt historisch niedrige Zinssätze über den Jahreswechsel verzeichnet wurden. Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA im Schnitt bei -0,350 % und damit nur geringfügig niedriger als in der Vorperiode (-0,342 %). Dabei bewegte er sich innerhalb einer relativ engen Bandbreite von -0,329 % (am letzten Tag des vergangenen Jahres) bis -0,356 %. Die durchschnittlichen Übernachtssätze für Repogeschäfte am besicherten Markt bei GC Pooling für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb gaben im Vergleich zum vorangegangenen Betrachtungszeitraum leicht um jeweils 0,004 Prozentpunkte auf -0,405 % bzw. -0,399 % nach.

Angesichts von Angebotsbeschränkungen fielen die Sätze der mit Anleihen der Euroraum-Kernländer besicherten Repogeschäfte über den Jahreswechsel auf historische Tiefstände. So sank etwa die RepoFunds Rate mit eintägiger Laufzeit für deutsche Sicherheiten auf -4,9 % und jene für französische Sicherheiten auf -5,3 %. Betrachtet man im Vergleich dazu den gesamten Beobachtungszeitraum, so belief sich die RepoFunds Rate mit eintägiger Laufzeit für deutsche Sicherheiten auf durchschnittlich -0,86 % und jene für französische Sicherheiten auf durchschnittlich -0,75 %. Die entsprechenden italienischen und spanischen Reposätze verringerten sich über den Jahreswechsel weniger stark. Nach dem Jahresresultimo kehrten die Reposätze wieder auf das im November beobachtete Niveau zurück.

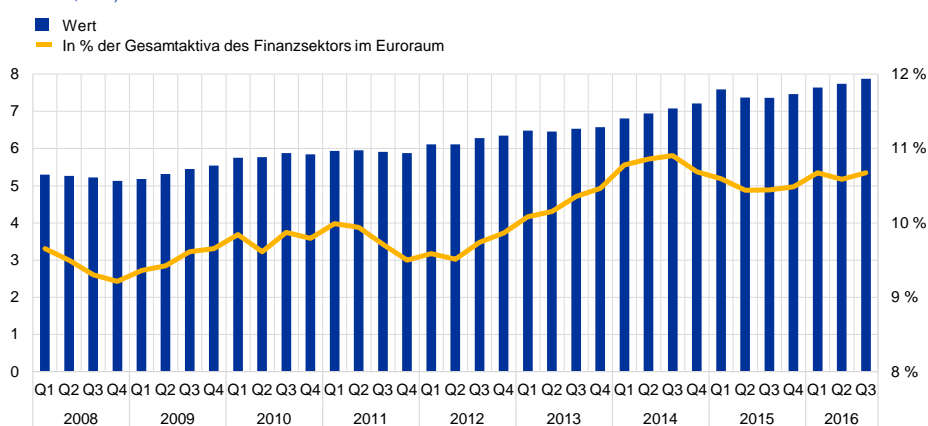
Seit dem 8. Dezember können Zentralbanken des Eurosystems für Wertpapierleihgeschäfte mit Beständen, die sie im Rahmen des PSPP erworben haben, auch Barsicherheiten akzeptieren, ohne dass sie diese Mittel auf liquiditätsneutrale Weise reinvestieren müssen. Diese Maßnahme dient dazu, die Liquidität und Funktionsfähigkeit des Repomarkts im Euroraum zu fördern und trägt dazu bei, potenzielle sicherheitenbezogene Spannungen am Markt abzumildern.

Neue Statistik über Versicherungsgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

Der Finanzsektor des Euro-Währungsgebiets setzt sich zu einem großen Teil aus Versicherungsgesellschaften zusammen, auf die im dritten Quartal 2016 ein Anteil von 11 % der Gesamtaktiva entfiel. Dieser Teilssektor ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich gewachsen, wie die nachfolgende Abbildung zeigt, und hielt im dritten Jahresviertel 2016 Aktiva in Höhe von insgesamt 7,9 Billionen € (bzw. 74 % des jährlichen BIP des Euroraums).

Gesamtaktiva der Versicherungsgesellschaften im Euroraum

(in Billionen € in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Im Februar 2017 legte die EZB erstmals eine harmonisierte Statistik über Versicherungsgesellschaften vor. Darin enthalten sind vierteljährlich aggregierte Angaben zu den Aktiva und Passiva der Versicherungsgesellschaften im Eurogebiet; erster Erfassungszeitraum der neuen Statistik ist das dritte Quartal 2016. Durch diese Daten (und den separaten Ausweis der Pensionseinrichtungen) werden Qualität, Abdeckung und Granularität der EZB-Statistiken über den Finanzsektor des Eurogebiets weiter verbessert. Zunächst werden lediglich Angaben zu Beständen veröffentlicht. Künftig sollen jedoch auch transaktionsbedingte Veränderungen berücksichtigt und die Informationen genauer aufgeschlüsselt und zeitnäher veröffentlicht werden.

Die von der EZB von Juni 2011 bis Oktober 2016 erstellten Statistiken über Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen im Euro-Währungsgebiet wiesen gewisse Unzulänglichkeiten auf. So waren die Informationen nicht euroraumweit harmonisiert, und bei einigen Angaben wurden Schätzungen vorgenommen, wenn auf einzelstaatlicher Ebene keine Ist-Daten zur Verfügung standen. Diese Art der Datenveröffentlichung erfolgte letztmals für das zweite Quartal 2016. Nutzer der neuen Statistik über Versicherungsgesellschaften können jedoch ebenfalls auf die nach dem alten System ausgewiesenen Daten zugreifen, da die Informationen für das dritte Quartal 2016 in Form von Schätzungen zur Verfügung stehen.

Die neue Statistik über Versicherungsgesellschaften bringt in mehrfacher Hinsicht eine Verbesserung der bisherigen Daten mit sich. Sie weist folgende Merkmale auf: a) harmonisierte Konzepte, die den internationalen statistischen Standards entsprechen, b) vollständige Erfassung der Versicherungsgesellschaften, c) genaue Aufschlüsselung der Aktiva und Passiva, d) Aufgliederung nach Arten von Versicherungsgesellschaften – d. h. Lebensversicherungen, Nichtlebensversicherungen, Kompositversicherungen und Rückversicherungen – sowie e) zeitnähere Veröffentlichung.

Im Zuge ihrer konzertierten Anstrengungen zur Minimierung des Meldeaufwands für Versicherungsunternehmen hat die EZB die europäischen Meldeanforderungen für Statistik- und Aufsichtsdaten in den neuen Statistikrahmen integriert. So sieht der Rahmen für die Erhebung statistischer Daten vor, dass die Angaben weitgehend aus den Meldungen gemäß dem neuen europäischen Rahmenwerk für die Versicherungsaufsicht Solvency II abgeleitet werden können. Viele nationale zuständige Behörden haben sich für die Einrichtung eines einzigen Meldestroms für Statistik- und Aufsichtsdaten auf der Grundlage von Meldevorlagen entschieden, die von der EZB – in enger Zusammenarbeit mit der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) – erarbeitet wurden und in denen die statistischen und aufsichtlichen Meldeanforderungen konsolidiert werden. Um die Integration zu erleichtern, hat die EIOPA einen gemeinsamen technischen Rahmen entwickelt, der auf der „eXtensible Business Reporting Language (XBRL)“-Taxonomie basiert.

6 Konzeptionelle Fragestellungen zur Messung des fiskalischen Spielraums

In den Empfehlungen zur Durchführung der Haushaltspolitik wird häufig auf den fiskalischen bzw. haushaltspolitischen Spielraum der Länder Bezug genommen.

So betonte die Euro-Gruppe am 5. Dezember 2016, dass „zwischen den Mitgliedstaaten beträchtliche Unterschiede hinsichtlich des haushaltspolitischen Spielraums und des Haushaltskonsolidierungsbedarfs bestehen“.²⁰

Dementsprechend geht es in den Politikempfehlungen oft darum, wie sich – beispielsweise durch wachstumsfreundliche Strukturreformen – fiskalische Spielräume generieren lassen.²¹

Als fiskalisches Spielraum wird im Allgemeinen die haushaltspolitische Handlungsfreiheit bezeichnet, die eine Regierung unter allgemeiner Wahrung der Solidität der öffentlichen Finanzen hat.

Die Messung folgt allerdings keinem einheitlichen Ansatz, sodass die Schätzungen je nach Methode und Modell variieren. In der jüngeren Zeit haben sich in den einschlägigen Diskussionen unterschiedliche Ansätze herausgebildet, die sich grob in drei Kategorien unterteilen lassen. Diese Kategorisierung richtet sich danach, ob die hierbei berücksichtigten haushaltspolitischen Beschränkungen aus a) dem bestehenden finanzpolitischen Ordnungsrahmen, b) Schuldentragfähigkeitsrisiken oder c) Schuldenobergrenzen, d. h. geschätzten Schuldenquoten, bei deren Überschreitung die Schuldendienstfähigkeit der Regierung in Zweifel gezogen wird, erwachsen.²² Im vorliegenden Kasten werden die unterschiedlichen Konzepte vor dem Hintergrund des finanzpolitischen Ordnungsrahmens der EU erörtert und bewertet.

Was die erste Beschränkung betrifft, so leiten sich die Haushaltsspielräume der EU-Mitgliedstaaten aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) und den nationalen Regelwerken für die Finanzpolitik ab.

Die Bestimmungen des SWP halten die Länder zu mittelfristig tragfähigen Haushaltspositionen an. Als Maß dient das mittelfristige Haushaltsziel, das als struktureller, d. h. um konjunkturelle Einflüsse und temporäre Maßnahmen bereinigter, Finanzierungssaldo definiert ist. Die mittelfristigen Haushaltsziele sind länderspezifisch und werden von den Regierungen festgesetzt, wobei nach einer einheitlichen Methode berechnete Mindestwerte zu beachten sind.²³ In diesem Zusammenhang ist das einfachste Maß für den nach dem SWP bestehenden Haushaltsspielraum eines Landes der Abstand des strukturellen Finanzierungssaldos zum mittelfristigen Haushaltsziel. Der

²⁰ Siehe Euro-Gruppe, [Wichtigste Ergebnisse](#), Sitzung vom 5. Dezember 2016.

²¹ Siehe z. B. IWF, [Priorities for structural reforms in G-20 countries](#), Staff background paper for G-20 surveillance note, 2016.

²² Eine weitere Kategorisierungsmöglichkeit findet sich in: OECD, Nutzung der fiskalpolitischen Instrumente zur Überwindung der Wachstumsschwäche, Wirtschaftsausblick, November 2016.

²³ Mit dem mittelfristigen Haushaltsziel werden im SWP drei Absichten verfolgt: a) Der Mitgliedstaat soll einen Sicherheitsabstand zur Defizitobergrenze von 3 % einhalten, der in konjunkturellen Abschwungphasen eine Überschreitung dieses Maastricht-Referenzwerts verhindert, b) die Schuldentragfähigkeit des Mitgliedstaats soll unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und fiskalischen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung gegeben sein, c) insbesondere mit Blick auf die Aufrechterhaltung öffentlicher Investitionen soll der Mitgliedstaat über haushaltspolitischen Handlungsspielraum verfügen.

Winterprognose 2017 der Europäischen Kommission zufolge dürften im laufenden Jahr nur drei Euro-Länder (Deutschland, Luxemburg, Niederlande) ihr mittelfristiges Haushaltsziel übertreffen (siehe Tabelle). Ländern, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, wird im SWP empfohlen, geeignete Anstrengungen zur Erfüllung dieses Ziels zu unternehmen.²⁴ Gegenüber den in den länderspezifischen Empfehlungen für 2017 dargelegten Anforderungen des SWP dürften die strukturellen Verbesserungen zur Erzielung solider Haushaltspositionen bei vielen Staaten zurückbleiben (siehe Tabelle). Damit verfügen im laufenden Jahr bezogen auf die Anpassungserfordernisse wohl nur wenige Länder über einen – begrenzten – Haushaltsspielraum.

Messgrößen des fiskalischen Spielraums (in % des BIP; in Prozentpunkten)

	Struktureller Finanzierungssaldo (2017)	Mittelfristiges Haushaltsziel	Strukturelle Verbesserung 2017 (Veränderung des Struktursaldos)	Geforderte strukturelle Verbesserung gemäß SWP*	Fiskalisches Spielraum			
					Differenz zum mittelfristigen Haushaltsziel	Strukturelle Konsolidierungslücke	Schuldenstandskriterium: Differenz zum Referenzwert (60 % des BIP)	Schuldenrisikobewertung – Gesamtbewertung der Kommission**
Präventiver Teil des SWP								
Belgien	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	HOCH
Deutschland	0,4	-0,5	-0,3	–	0,9	0,0	5,5	NIEDRIG
Estland	-0,4	0,0	-0,7	–	-0,4	0,0	-49,9	NIEDRIG
Irland	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	MITTEL
Italien	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	HOCH
Zypern	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-0,7	-0,7	43,2	HOCH
Lettland	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	NIEDRIG
Litauen	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	NIEDRIG
Luxemburg	0,4	-0,5	-1,8	–	0,9	0,0	-36,9	NIEDRIG
Malta	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	NIEDRIG
Niederlande	0,0	-0,5	-0,1	–	0,5	0,0	0,2	NIEDRIG
Österreich	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	MITTEL
Slowenien	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-2,4	-0,8	18,9	HOCH
Slowakei	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	NIEDRIG
Finnland	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	HOCH
Korrektiver Teil des SWP								
Spanien	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	HOCH
Frankreich	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	HOCH
Portugal	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	HOCH

Quellen: Europäische Kommission, Winterprognose 2017 sowie Schuldenfähigkeitsmonitor (Debt Sustainability Monitor) 2016.

Anmerkung: Griechenland wird hier nicht betrachtet, da es ein Finanzhilfeprogramm durchläuft.

* Die geforderte strukturelle Verbesserung entspricht jener in den länderspezifischen Empfehlungen für 2017. Im Fall von Ländern, denen unter anderem für Strukturreformen oder öffentliche Investitionen Flexibilität zugestanden wird, kann sie niedriger ausfallen. Andererseits haben Länder eine stärkere strukturelle Verbesserung zu leisten, sofern dies aus dem Schuldenkriterium des SWP resultiert. Damit soll sichergestellt werden, dass die betroffenen Staaten hinreichende Fortschritte zur Reduzierung ihrer hohen Schuldenquote in Richtung des Referenzwerts von 60 % erzielen.

** Bei den Angaben handelt es sich um von der Kommission in ihrer mittelfristigen Schuldenfähigkeitsanalyse vorgenommene Risikoeinstufungen. Das diesbezügliche Instrumentarium der Kommission beinhaltet eine umfassende Bewertung der mittelfristigen Tragfähigkeit der Staatsverschuldung (Schuldenfähigkeitsanalyse über einen Zehnjahreszeitraum) sowie einen S1-Indikator. Die Kommission verwendet zwei weitere Indikatoren: den S0-Indikator zur Messung kurzfristiger sowie den S2-Indikator zur Messung (sehr) langfristiger Risiken. Der S2-Indikator berechnet, wie hoch die frühzeitig erforderliche Haushaltskonsolidierung ausfallen muss, um die Schuldenquote über den unendlichen Zeithorizont zu stabilisieren. Dabei werden auch etwaige Mehrausgaben im Zuge der Bevölkerungsalterung berücksichtigt.

²⁴ Siehe hierzu im Einzelnen EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

Das finanzpolitische Regelwerk der EU ist asymmetrisch. So wird von den Ländern, die den notwendigen Konsolidierungsumfang nicht erreichen, eine Intensivierung ihrer Anstrengungen gefordert. Zudem enthalten einige nationale Regelwerke zur Finanzpolitik strengere Konsolidierungsanforderungen als der SWP. Hingegen verlangt der SWP von den Ländern mit Haushaltsspielräumen nicht, diese zu nutzen.

Ob im Rahmen der EU-Fiskalregeln Haushaltsspielräume verfügbar sind, richtet sich auch nach den wirtschaftlichen und sonstigen Entwicklungen. Eine Reihe von Bestimmungen des SWP stellt ausdrücklich auf die Konjunktorentwicklung und sonstige Faktoren ab. Im Gefolge der Kommissionsmitteilung vom Januar 2015 über die Nutzung der im finanzpolitischen Regelwerk der EU vorgesehenen Flexibilität wurde der Umfang der nach der präventiven Komponente des SWP erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen an die Produktionslücke geknüpft. Führt ein Staat Strukturreformen durch oder erhöht er seine öffentlichen Investitionen, kann er die Anpassungen an das mittelfristige Haushaltsziel nun langsamer vornehmen.²⁵ In Bezug auf die geforderte Senkung der Staatsverschuldung können verschiedene einschlägige Faktoren wie ein geringer Preisauftrieb oder ein niedriges Wachstum den Anpassungsbedarf reduzieren.²⁶ Des Weiteren lässt die allgemeine Ausnahmeregel, die bislang nie zur Anwendung kam, im Fall eines schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs grundsätzlich Änderungen am Konsolidierungsumfang zu, sofern dies nicht die mittelfristige Tragfähigkeit der Staatsverschuldung gefährdet.

In Bezug auf die zweite oben genannte Beschränkung lässt sich der fiskalische Spielraum aus der umfassenden Schuldentragfähigkeitsanalyse ableiten. Eine Beurteilung der Frage, ob die Staatsverschuldung eines Landes tatsächlich tragfähig ist, kann nicht nur anhand einer einzigen Messgröße erfolgen. Die umfassende Schuldentragfähigkeitsanalyse beinhaltet sowohl Projektionen zur Schuldenentwicklung als auch Simulationen zur Stabilisierung der Staatsverschuldung in einem Basis-(Benchmark-)Szenario sowie in diversen negativen Schockszenarien. Bei der Schuldentragfähigkeitsanalyse werden auch andere relevante Faktoren wie die Bruttoneuverschuldung des Staates, sein haushaltspolitischer Rahmen, die Fristenstruktur der staatlichen Schuldtitel, der Umfang von Eventualverbindlichkeiten, die Qualität der Institutionen sowie politische Risiken berücksichtigt.²⁷ Da die Entwicklung der Staatsverschuldung über lange Zeiträume hinweg vorausberechnet werden muss, hängt jede Tragfähigkeitsanalyse von den zugrunde gelegten Annahmen ab. Laut dem jüngsten Schuldentragfähigkeitsmonitor²⁸ der Europäischen Kommission bestehen für eine

²⁵ Siehe hierzu im Einzelnen EZB, Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

²⁶ Siehe auch EZB, Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016, sowie EZB, Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

²⁷ Siehe beispielsweise O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal, T. Warmedinger, R. de Stefani, F. Drudi, R. Setzer und A. Westphal, Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework, Occasional Paper Series der EZB, 2017 (erscheint in Kürze).

²⁸ Siehe Europäische Kommission, [Debt Sustainability Monitor 2016](#), sowie die Tabelle im vorliegenden Kasten.

beträchtliche Zahl an Ländern auf mittlere Sicht erhöhte oder hohe Tragfähigkeitsrisiken (siehe Tabelle).²⁹ Mithin gibt es dieser Methodik zufolge in den meisten Euro-Ländern kaum bzw. keinerlei haushaltspolitische Handlungsspielräume. Wie aus der Tabelle hervorgeht, ähneln die Resultate dieses Ansatzes stark den aus dem regelbasierten fiskalischen Spielraum abgeleiteten Ergebnissen: Im Allgemeinen handelt es sich bei den Staaten mit erhöhten oder hohen Schuldentragfähigkeitsrisiken um jene Staaten, deren Schuldenquote den Referenzwert von 60 % am stärksten übersteigt und deren struktureller Finanzierungssaldo am weitesten hinter dem mittelfristigen Haushaltsziel zurückbleibt.³⁰

Was die dritte Beschränkung anbelangt, so lässt sich das Konzept des fiskalischen Spielraums unter Berücksichtigung von Schuldenobergrenzen als Differenz zwischen der derzeitigen Schuldenquote und dem Schuldenniveau, bei dessen Überschreitung die Schuldendienstfähigkeit eines Staates gefährdet ist, bezeichnen.³¹ Solche Schuldenobergrenzen ergeben sich entweder direkt aus der Fähigkeit einer Regierung, Einnahmen zu generieren, oder sie werden im weiteren Sinne bei einer Schwelle festgelegt, ab der es aus politischen Gründen nicht mehr möglich ist, die für eine Stabilisierung des Verschuldungsanstiegs erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen durchzuführen. In verschiedenen Ansätzen werden die auf die Volkswirtschaften möglicherweise einwirkenden Schocks, die von den Staaten bisher verfolgte Haushaltspolitik sowie deren Reaktion auf steigende Schulden modelliert. Da diese Ansätze je nach den zugrunde gelegten Annahmen stark variieren, sind die modellbasierten und empirischen Ergebnisse für die Messung der Schuldenobergrenzen in der Regel mit hoher Unsicherheit behaftet. Somit ist ihre Eignung für konkrete politische Empfehlungen fraglich.

In Bezug auf Politikzwecke ist der regelbasierte fiskalische Spielraum unmittelbar relevant für die Haushaltsplanung der Euro-Länder und ist im Gegensatz zu anderen Messgrößen nicht so häufig von übermäßig hohen Revisionen betroffen. Daher entspricht er den Anforderungen einer vorsichtigen Haushaltspolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion. Zugleich ergibt sich aus der Analyse der unterschiedlichen Konzepte für die Messung des fiskalischen Spielraums, dass haushaltspolitische Handlungsmöglichkeiten durch wohlgedachte politische Maßnahmen geschaffen werden können.³² Diese reichen

²⁹ Der S0-Indikator zeigt für kein Land des Euroraums hohe kurzfristige Risiken an. Nach dem S2-Indikator bestehen nur für einen Staat hohe (sehr) langfristige Risiken.

³⁰ Grundsätzlich vergrößert sich in einem Umfeld niedriger Zinsen der fiskalische Spielraum einer Regierung sowohl nach Maßgabe des SWP als auch im Rahmen der sich aus dem Schuldenstand ergebenden Beschränkungen, denn geringere Zinsausgaben führen zu einer Verbesserung des strukturellen Finanzierungssaldos und der Schuldentragfähigkeit.

³¹ Siehe beispielsweise A. R. Gosh, J. I. Kim, E. Mendoza, J. D. Ostry und M. Quereshi, Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies, in: Economic Journal, Bd. 123, 2013. Im Rahmen eines anderen Ansatzes wird der gleichgewichtige Schuldenstand betrachtet, d. h. die Schuldenquote, der sich eine Volkswirtschaft langfristig tendenziell annähert. Zur Operationalisierung des Ansatzes werden die historischen Primärsalden mithilfe eines positiven Zins-Wachstums-Differenzials diskontiert. Die auf diese Weise von Gosh et al. geschätzten tragfähigen Schuldenquoten für das Eurogebiet liegen zwischen 62 % und 74 %.

³² Siehe auch K. Bankowski und M. Ferdinandusse, Growth-friendly fiscal policies – an assessment of alternative scenarios, Kasten 3, in: Euro area fiscal stance, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 182, 2017.

von zusätzlichen Konsolidierungsanstrengungen über eine auf Wachstum ausgerichtete Haushaltspolitik bis hin zu Strukturreformen zur Erhöhung des Potenzialwachstums. Entsprechende Spielräume sind in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets vorhanden.

Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2017 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2016

Am 22. Februar 2017 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre als Winterpaket des Europäischen Semesters bezeichnete Fortschrittsbewertung der Mitgliedstaaten. Darin enthalten sind die Schlussfolgerungen aus der Anwendung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht sowie die Beurteilung der Reformfortschritte, die seit Verabschiedung der länderspezifischen Empfehlungen im Juli 2016 in den einzelnen Mitgliedstaaten erzielt wurden.

Ergebnisse der Bewertung der Europäischen Kommission 2017

Das 2011 eingeführte Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht wird nun schon im sechsten Jahr angewendet. Es dient dazu, das Auftreten schädlicher gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union zu verhindern und bei übermäßigen Ungleichgewichten korrigierend einzugreifen. Nach einer Vorabprüfung, die regelmäßig im Herbst anhand bestimmter Indikatoren durchgeführt wird, nimmt die Europäische Kommission in ihren jährlichen Länderberichten eine eingehende Überprüfung ausgewählter Mitgliedstaaten vor, um das Ausmaß etwaiger Ungleichgewichte zu beurteilen. Werden solche Ungleichgewichte festgestellt, spricht der Rat der Europäischen Union auf Kommissionsempfehlungen basierende Politikempfehlungen an den betreffenden Mitgliedstaat aus (präventive Verfahrenskomponente). Werden die Ungleichgewichte als übermäßig erachtet, kann – nachdem eine Kommissionsempfehlung an den Rat ergangen ist – das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht eingeleitet werden (korrektive Komponente).³³ Das Land muss daraufhin einen Korrekturmaßnahmenplan vorlegen, aus dem hervorgeht, wie die übermäßigen Ungleichgewichte behoben werden sollen. Reicht das Land wiederholt keinen adäquaten Plan ein oder hält es sich nicht an den gebilligten Plan, kann der Rat finanzielle Sanktionen gegen den betreffenden Euro-Staat verhängen.

Im Rahmen ihrer Bewertung hat die Europäische Kommission sechs Länder mit übermäßigen Ungleichgewichten identifiziert: Bulgarien, Frankreich, Kroatien, Italien, Zypern und Portugal (siehe Tabelle A). Mit Ausnahme von Zypern wurden in jedem dieser Länder seit 2015 übermäßige Ungleichgewichte festgestellt. Zypern kam 2016 hinzu, nachdem es im März desselben Jahres sein wirtschaftliches und finanzielles Anpassungsprogramm vollendet hatte. Über einen längeren Zeitraum betrachtet hat die Anzahl der Staaten, bei denen die Kommission

³³ Siehe Erwägungsgrund 22 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. November 2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte.

ein übermäßiges Ungleichgewicht ermittelt hat, ab 2012 von Jahr zu Jahr zugenommen und sich erst im laufenden Jahr stabilisiert (siehe Abbildung A). Zu einem gewissen Teil geht dieser Trend auf Länder zurück, deren wirtschaftliche Anpassungsprogramme abgeschlossen sind und die mithin automatisch wieder in die regulären Überwachungsprozesse der EU eintreten. Obgleich die Anpassungsprogramme zu einer Verringerung der Ungleichgewichte beigetragen haben, bleiben die Anfälligkeiten dieser Länder insgesamt hoch, sodass eine genaue Beobachtung weiterhin zwingend geboten ist. Doch selbst unter Ausklammerung dieser „automatischen“ Neuzugänge ist die Anzahl der Länder in der Kategorie „übermäßige Ungleichgewichte“ nicht gesunken. Dieser Befund steht in Einklang mit der 2016 erfolgten Bewertung der Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen (siehe unten), der zufolge das Reformtempo ungeachtet der Herausforderungen, mit denen diese Länder konfrontiert sind, nach wie vor gering ist. Lediglich Spanien und Slowenien ist es gelungen, die Kategorie „übermäßige Ungleichgewichte“ zu verlassen, während sich Italien bereits im vierten Jahr in Folge darin wiederfindet.

Tabelle A

Verfahren bei einem übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewicht 2017 – Schlussfolgerungen der Europäischen Kommission

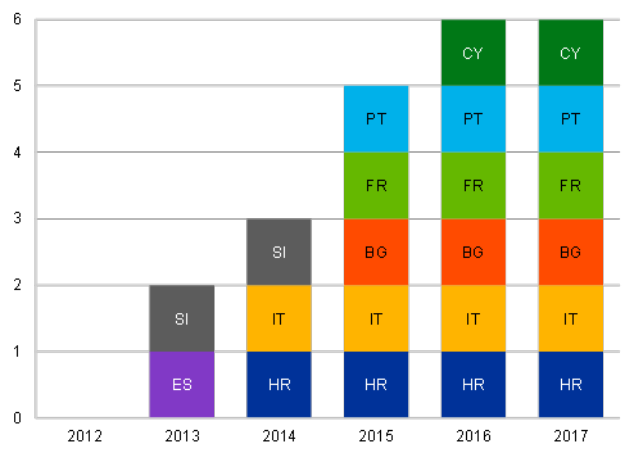
(1) Keine Ungleichgewichte		(2) Ungleichgewichte		(3) Übermäßige Ungleichgewichte		(4) Übermäßige Ungleichgewichte und Anwendung der korrektiven Komponente			
2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017		
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: * Diese Länder wurden 2017 einer eingehenden Überprüfung unterzogen. Für die übrigen Länder in Spalte (1) waren im ersten Verfahrensschritt (dem Warnmechanismusbericht) keine Ungleichgewichte festgestellt worden. ** Für Italien, Zypern und Portugal wird die Kommission gesondert prüfen, ob die nationalen Reformprogramme hinreichend ambitionierte Maßnahmen beinhalten. Gelangt die Kommission zu dieser Überzeugung, sieht sie von einer Anwendung der korrektiven Komponente im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht ab. Dieses Vorgehen entspricht der Verfahrensanwendung für Kroatien und Portugal im Jahr 2016.

Abbildung A

Anstieg der Anzahl von Ländern mit übermäßigen Ungleichgewichten seit 2012



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Dargestellt werden die Länder, bei denen die Europäische Kommission im jeweiligen Jahr übermäßige Ungleichgewichte festgestellt hat. Ein Land, das ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm durchläuft, tritt nach dessen Beendigung automatisch in das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht ein. Im Jahr 2012 wurde bei keinem Land ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt.

Ungleichgewichte (wenn auch keine übermäßigen) stellte die Kommission wie bereits im Vorjahr für Deutschland, Irland, Spanien, die Niederlande, Slowenien und Schweden fest. Das Verfahren gegen Finnland stellte die Kommission indes ein. Sie war zu dem Schluss gelangt, dass die im Vorjahr registrierten Ungleichgewichte nicht mehr bestanden, und zwar unter anderem, weil die Regierung wirksame Maßnahmen zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit ergriffen hatte.

Obgleich sich die Anzahl der Länder ohne Ungleichgewichte 2016 erhöht hat, folgt daraus nicht, dass diese in ihren Reformbemühungen nachlassen sollten. Mit Blick auf die Gestaltung gut funktionierender Arbeits- und Gütermärkte sind die meisten Euro-Länder von einer optimalen Politik immer noch weit entfernt.³⁴ Empirische Untersuchungen legen dabei einen engen Zusammenhang zwischen einer besseren Qualität der einschlägigen Institutionen und einer höheren Schockresistenz und

Wachstumsentwicklung nahe.³⁵ In den betreffenden Ländern sind somit weitere Reformen zur Stärkung ihrer Widerstandsfähigkeit und Wettbewerbsfähigkeit erforderlich.

Obwohl die Europäische Kommission in sechs Ländern ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt hat, schlägt sie gegenwärtig keine Einleitung der korrektiven Verfahrenskomponente vor. Die EZB hat seit der Einführung des

Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht die Auffassung vertreten, dass das hierfür verfügbare Instrumentarium – einschließlich der vollumfänglichen korrektiven Verfahrenskomponente – bei Ländern mit übermäßigen Ungleichgewichten in seiner ganzen Breite zum Einsatz kommen sollte. Dies forderten ausdrücklich auch die fünf Präsidenten in ihrem Bericht 2015.³⁶ Wünschenswert ist der Einsatz dieser Instrumente nicht nur, um die Wirtschaftsaussichten im betroffenen Land selbst zu verbessern, sondern auch, um zu einem erleichterten wirtschaftlichen Anpassungsprozess im Euro-Währungsgebiet und zur Verringerung euroraumweiter Anfälligkeiten beizutragen. Die Anwendung der Instrumente steht damit im Interesse des gesamten Euro-Währungsgebiets.

Zwar hat die Kommission den korrektiven Teil des Verfahrens derzeit noch nicht aktiviert, aber sie gab bekannt, dass sie drei der Länder mit einem übermäßigen Ungleichgewicht (Italien, Zypern und Portugal) aufgefordert hat, in ihren – bis April 2017 vorzulegenden – nationalen Reformprogrammen

³⁴ EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

³⁵ Ebd.

³⁶ J.-C. Juncker et al., Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Juni 2015.

besonders ehrgeizige Maßnahmen aufzuzeigen. Sollten diese Programme die erforderlichen Maßnahmen nicht enthalten, könnte das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht im Mai eröffnet werden. Die Kommission wird für jedes Land, bei dem sie ein Ungleichgewicht oder ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt hat, ein auf die Dimension des Ungleichgewichts zugeschnittenes spezifisches Monitoring durchführen.

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2016

Insgesamt haben die EU-Mitgliedstaaten unzureichende Schritte unternommen, um die in den länderspezifischen Empfehlungen 2016 geforderten Reformen umzusetzen (siehe Tabelle B). Die Europäische Kommission ist zu dem Ergebnis gekommen, dass beim Großteil (d. h. bei mehr als 90 %) der Reformempfehlungen nur „einige“ bzw. „begrenzte“ Fortschritte erzielt und lediglich zwei der rund 90 länderspezifischen Empfehlungen in substanziellem Umfang realisiert wurden; keine einzige Empfehlung wurde vollständig umgesetzt. Die schwache Reformdynamik ist unvereinbar mit der Tatsache, dass die Zahl der Länder mit einem übermäßigen Ungleichgewicht nicht zurückgegangen ist. Das durchschnittliche Reformumsetzungstempo der im letzten Jahr ermittelten sechs Länder mit übermäßigen Ungleichgewichten lag (mit Ausnahme Frankreichs) trotz deren höherer Anfälligkeit nicht signifikant über dem Durchschnitt der EU-Mitgliedstaaten. Besonders überraschend ist dies im Fall Portugals und Kroatiens, hatten sich diese beiden Länder doch 2016 einem ehrgeizigen Reformprogramm verschrieben, aufgrund dessen die Kommission beschloss, von der Einleitung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht abzusehen.

Tabelle B

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2016 – Bewertung durch die Europäische Kommission

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK		
Keine Überprüfung																													
Vollständige Umsetzung																													
Substanzielle Fortschritte																													
Einige Fortschritte																													
Begrenzte Fortschritte																													
Keine Fortschritte																													
Empfehlung 1*																													
Empfehlung 2																													
Empfehlung 3																													
Empfehlung 4																													
Empfehlung 5																													
„MIP 2017“-Kategorie	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	

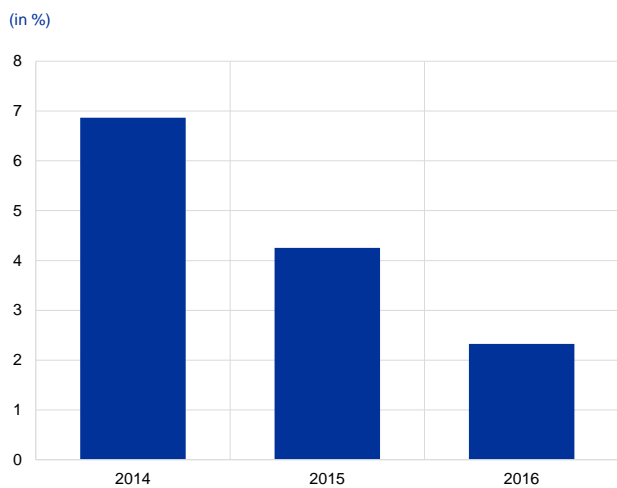
Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: * Die Kommission ließ die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts hier außer Acht, da sie diese im Frühjahr 2017 überprüfen wird.

Griechenland (GR) war nicht vom Europäischen Semester 2016 betroffen, da es aufgrund seines wirtschaftlichen Anpassungsprogramms keine landesspezifischen Empfehlungen erhalten hatte. Keine Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat keine glaubwürdigen Maßnahmen zur Umsetzung der landesspezifischen Empfehlungen angekündigt oder verabschiedet. Diese Kategorie findet auch Anwendung, wenn der Mitgliedstaat eine Arbeitsgruppe mit der Prüfung möglicher Maßnahmen beauftragt hat. Begrenzte Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat gewisse Maßnahmen angekündigt, mit denen die landesspezifischen Empfehlungen jedoch nur begrenzt erfüllt werden; oder seine Gesetzesentwürfe haben das Gesetzgebungsverfahren noch nicht vollständig durchlaufen und es sind in beträchtlichem Umfang weitere Arbeiten außerhalb des Gesetzgebungsbereiches erforderlich, um den landesspezifischen Empfehlungen zu entsprechen; oder der Mitgliedstaat hat Rechtsakte ohne Gesetzescharakter vorgelegt, danach aber keine weiteren Schritte zu ihrer Umsetzung im Sinne der Empfehlungen unternommen. Einige Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen verabschiedet, mit denen die landesspezifischen Empfehlungen teilweise erfüllt werden; oder die verabschiedeten Maßnahmen dienen zwar der Befolgung der Empfehlungen, sind aber zum größten Teil noch nicht umgesetzt worden, sodass in deutlichem Umfang weitere Arbeiten durchgeführt werden müssen, bis den Empfehlungen vollständig entsprochen wird. Substanzielle Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen verabschiedet, die ein gutes Stück dazu beitragen, den landesspezifischen Empfehlungen nachzukommen, und die größtenteils umgesetzt wurden. Vollständige Umsetzung: Der Mitgliedstaat hat alle Maßnahmen umgesetzt, die notwendig sind, um den landesspezifischen Empfehlungen in geeigneter Weise Folge zu leisten. Keine Überprüfung: Einstufung von Ländern, bei denen sich Empfehlung 1 größtenteils oder ausschließlich auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt bezieht (siehe oben). Die „MIP 2017“-Kategorien entsprechen den in Tabelle A aufgeführten Kategorien.

Abbildung B

Anteilmäßiger Rückgang der länderspezifischen Empfehlungen mit vollständiger Umsetzung oder substanziellen Umsetzungsfortschritten



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Dargestellt ist, inwieweit die übergeordneten länderspezifischen Empfehlungen (nicht deren einzelne Bestandteile) im jeweiligen Jahr vollständig umgesetzt wurden bzw. inwieweit substanzielle Umsetzungsfortschritte zu verzeichnen waren (zur Erläuterung der Kategorien „vollständige Umsetzung“ und „substanzielle Fortschritte“ siehe Tabelle B).

In den vergangenen drei Jahren haben die Reformanstrengungen zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen trotz einer gesunkenen Anzahl an Empfehlungen kontinuierlich nachgelassen.

Im Jahr 2016 kam die Europäische Kommission zu dem Ergebnis, dass die meisten Mitgliedstaaten bei der Befolgung der länderspezifischen Empfehlungen 2015 nur „einige“ oder „begrenzte“ Fortschritte erzielt hatten. In diesem Jahr ist die Anzahl der Fälle, in denen die Kommission „substanzielle Fortschritte“ oder eine „vollständige Umsetzung“ konstatieren konnte, sogar noch weiter zurückgegangen (siehe Abbildung B). Die Entscheidung der Kommission, die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen gegenüber 2015 deutlich zu verringern, damit sich die Mitgliedstaaten auf die wichtigsten makroökonomisch und sozialpolitisch relevanten Bereiche konzentrieren können, hat nicht zu der erhofften Intensivierung der Reformbemühungen geführt.

Im Verhältnis gesehen haben die Länder insgesamt weniger Empfehlungen zu den Güter- als zu den Arbeitsmärkten umgesetzt.

Die Kommission kommt zu dem Ergebnis, dass die Reformanstrengungen auf den Gütermärkten im Vergleich zu anderen Politikbereichen (z. B. den Arbeitsmärkten) besonders schwach waren. Zu den länderspezifisch empfohlenen Gütermarktreformen zählen unter anderem: a) Abbau von Eintrittsbarrieren für neue Unternehmen in Netzwerkindustrien (wie z. B. Energie, Transport und Kommunikation), b) Öffnung zugangsbeschränkter Berufe und c) Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen, um den Wettbewerb zu fördern. In allen diesen Bereichen sind Fortschritte unerlässlich, um ein höheres Produktivitätswachstum zu erzielen und die Investitionstätigkeit zu fördern.

Zur Steigerung der Reformdynamik ist es erforderlich, dass alle im Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht verfügbaren Instrumente – einschließlich der korrektiven Komponente – wirksam eingesetzt werden. Die weitere Verlangsamung des Umsetzungstempos bei Reformen steht in deutlichem Widerspruch zu der Notwendigkeit, die noch immer bestehenden erheblichen Anfälligkeiten vieler Volkswirtschaften im Euroraum zu beseitigen und deren Widerstandskraft zu erhöhen. Die diesbezüglich magere Erfolgsbilanz der Mitgliedstaaten legt den Schluss nahe, dass die Politikzusagen in den nationalen Reformprogrammen sowie die wiederholten Aufforderungen der Kommission, entschlossene Maßnahmen zu ergreifen, keine hinreichend geeigneten Mittel sind, um Reformen tatsächlich herbeizuführen oder deren Implementierung durchzusetzen. Dabei sind die Instrumente der korrektiven Komponente des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht durchaus geeignet, eine Intensivierung der Reformanstrengungen zu erreichen und damit die

Widerstandsfähigkeit der einzelnen Länder sowie die Funktionsweise der Wirtschafts- und Währungsunion zu verbessern.

Aufsätze

1 Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz aus globaler Sicht

Die Beteiligung einer Volkswirtschaft an internationalen Wertschöpfungsketten kann ihre Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und dadurch einen Anstieg des Leistungsbilanzsaldos bewirken. So dürfte ein Land durch die Substitution inländisch erzeugter Vorleistungen durch importierte Vorleistungsgüter wettbewerbsfähiger werden. Eine höhere Wettbewerbsfähigkeit wirkt sich wiederum positiv auf die Exporte der Volkswirtschaft aus und erhöht deren Einkommen. Wenn davon auszugehen ist, dass andere Volkswirtschaften letztlich aufschließen und ebenfalls wettbewerbsfähiger werden, indem sie sich an globalen Wertschöpfungsketten beteiligen, ist der Wettbewerbsvorteil des Landes und damit auch die Einkommenszunahme nur vorübergehend. Dementsprechend wird ein Teil des Einkommenszuwachses bewahrt, wodurch der Leistungsbilanzsaldo des Landes steigt. Der vorliegende Aufsatz liefert empirische Erkenntnisse, die nahelegen, dass sich eine stärkere Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten in Relation zur übrigen Welt positiv auf die Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft auswirkt. Häufig in Bezug auf Leistungsbilanzen eingesetzte Regressionsmodelle in reduzierter Form lassen darauf schließen, dass Länder, die im Vergleich zu ihren Handelspartnern stärker in internationale Wertschöpfungsketten eingebunden sind, gleichzeitig einen höheren Überschuss bzw. ein geringeres Defizit in ihrer Leistungsbilanz ausweisen. Ein beträchtlicher Teil der im Vorfeld der weltweiten Finanzkrise beobachteten Leistungsbilanzüberschüsse lässt sich offenbar mit einer unterschiedlich starken Beteiligung der einzelnen Länder an globalen Wertschöpfungsketten erklären.

1 Einleitung

In den vergangenen Jahrzehnten war die Weltwirtschaft von großen und anhaltenden globalen Ungleichgewichten geprägt. So wiesen einige Schwellenländer, Rohstoffexporteure und eine Reihe von fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den Jahren vor der weltweiten Finanzkrise auffallend hohe Leistungsbilanzüberschüsse auf, denen vor allem ein Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten gegenüberstand. Mehrere Studien haben gezeigt, dass eine unterschiedliche Entwicklung der Finanzmärkte in den einzelnen Ländern und insbesondere eine mangelnde finanzielle Entwicklung in den Schwellenländern, die

einen Überschuss aufwiesen, einen Teil dieser globalen Ungleichgewichte erklären.¹ Gleichzeitig ist die Debatte über die Ursachen der in einer Reihe von Industrieländern bestehenden großen und anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse noch nicht abgeschlossen. Für Wissenschaft und Politik ist das Verständnis der Bestimmungsfaktoren der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte entscheidend, da diese Faktoren bei der grenzüberschreitenden Transmission von binnenwirtschaftlichen Schocks und Maßnahmen in einer zunehmend miteinander verflochtenen Welt eine wichtige Rolle spielen.

Ein weiteres augenfälliges Merkmal der Weltwirtschaft in den vergangenen Dekaden war die Zunahme globaler Wertschöpfungsketten. Für die zunehmende Streuung der Fertigungsstufen über Ländergrenzen hinweg sind mehrere Faktoren verantwortlich. So haben sinkende Transportkosten vor dem Hintergrund großer Lohnunterschiede zwischen Industrie- und Schwellenländern dazu beigetragen, dass internationale Wertschöpfungsketten rentabel wurden. Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie haben eine komplexe Koordination von Produktionsprozessen aus der Ferne möglich gemacht.² Außerdem wurden in den vergangenen Jahrzehnten handelsliberalisierende Maßnahmen eingeführt.

Die Fragmentierung der Produktionsketten über verschiedene Länder hinweg bewirkte einen kontinuierlichen Anstieg des Anteils von Vorleistungsgütern am Handel. Diese Entwicklung hielt mindestens bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise an. Derzeit macht der Handel mit Vorleistungen einen sehr großen Anteil der insgesamt verzeichneten Handelsströme von Waren und Dienstleistungen aus.³ Ein bekanntes Beispiel für die Fragmentierung internationaler Wertschöpfungsketten ist der iPod: Forschung und Entwicklung, Herstellung und Zusammenbau seiner Komponenten sowie Verkauf und Vertrieb an lokalen Märkten sind regional gestreut.⁴

Internationale Wertschöpfungsketten können sich auf eine Vielzahl wirtschaftlicher Ergebnisse auswirken. In mehreren Studien wurde die zunehmende Fragmentierung der Produktion über Ländergrenzen hinweg dokumentiert, um die Wirkung globaler Wertschöpfungsketten zu beleuchten. Mittels

¹ Siehe beispielsweise B. S. Bernanke, The global saving glut and the U.S. current account deficit, Rede anlässlich der Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005; R. Caballero, E. Farhi und P.-O. Gourinchas, An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates, in: American Economic Review, Bd. 98, Ausgabe 1, 2008, S. 358-393, sowie E. G. Mendoza, V. Quadrini und J.-V. Ríos-Rull, Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances, in: Journal of Political Economy, Bd. 117, Nr. 3, 2009, S. 371-416.

² Siehe beispielsweise D. Elms und P. Low (Hrsg.), Global value chains in a changing world, WTO Sekretariat, 2013; R. Baldwin, Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going, in: D. Elms und P. Low (Hrsg.), Global value chains in a changing world, WTO Sekretariat, 2013, S. 13-59, sowie Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (UNCTAD), World Investment Report 2013 – Global Value Chains: Investment and Trade for Development, 2013.

³ Einer Schätzung zufolge entfallen 56 % bzw. 73 % aller Handelsströme von Waren und Dienstleistungen auf Vorleistungen. Siehe S. Miroudot, R. Lanz und A. Ragoussis, Trade in Intermediate Goods and Services, OECD Trade Policy Papers 93, OECD Publishing, 2009.

⁴ Siehe J. Dedrick, K. Kraemer und G. Linden, Who Profits from Innovation in Global Value Chains? A Study of the iPod and Notebook PCs, in: Industrial and Corporate Change, Bd. 19, Ausgabe 1, 2010, S. 81-116.

neu entwickelter Input-Output-Tabellen wurden dabei Rahmenkonzepte zur Messung des Handels auf Basis der Wertschöpfung und der Einbindung von Ländern und einzelnen Sektoren in globale Wertschöpfungsketten entwickelt.⁵ Basierend auf diesen Erkenntnissen wurden in weiteren Untersuchungen die ökonomischen Folgen internationaler Wertschöpfungsketten analysiert. So scheint eine Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten beispielsweise ein höheres Wachstum⁶, stärkere Übertragungseffekte des geldpolitischen Kurses auf andere Länder⁷ und eine ungleichmäßigere Einkommensverteilung einer Volkswirtschaft zu bewirken.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Bedeutung internationaler Wertschöpfungsketten in den Leistungsbilanzsalden aus globaler Sicht untersucht.⁸ Es werden empirische Erkenntnisse vorgelegt, die den Schluss zulassen, dass Volkswirtschaften, die stärker als andere Volkswirtschaften in globale Wertschöpfungsketten eingebunden sind, einen höheren Leistungsbilanzüberschuss bzw. ein geringeres -defizit aufweisen. Die Evidenz legt weiterhin nahe, dass die Folgen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten für die Leistungsbilanz ökonomisch signifikant sind. So lässt sich rund ein Viertel des im Vorfeld der weltweiten Finanzkrise aufgebauten beträchtlichen Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten, das nicht durch andere Fundamentaldaten erklärt werden kann, mit der begrenzten relativen Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten begründen.

Die Erkenntnis, dass die Einbindung in internationale Wertschöpfungsketten zu einer Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos einer Volkswirtschaft führt, wirkt sich wesentlich auf die Wirtschaftspolitik aus. Insbesondere impliziert dies, dass länger anhaltende Abweichungen von einer ausgeglichenen Leistungsbilanz nicht, wie oftmals argumentiert, eine binnenwirtschaftliche Schiefelage widerspiegeln, sondern – vor dem Hintergrund einer unterschiedlich hohen Wettbewerbsfähigkeit der Länder – vielmehr wohlfahrtsmaximierend wirken. Daher sollte der Schwerpunkt wirtschaftspolitischer Maßnahmen, die auf eine Verringerung globaler Ungleichgewichte abzielen, auf Maßnahmen liegen, die eine Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten erleichtern. So können beispielsweise Maßnahmen, die Innovationen fördern und protektionistische Barrieren abbauen, dazu beitragen, die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu verbessern, indem sie die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten begünstigen. In ähnlicher Weise können auch auf die Liberalisierung des Handels und der Finanzmärkte

⁵ Siehe beispielsweise D. Hummels, J. Ishii und K.-M. Yi, The nature and growth of vertical specialization in world trade, in: Journal of International Economics, Bd. 54, Ausgabe 1, 2001, S. 75-96; D. Trefler und S. C. Zhu, The structure of factor content predictions, in: Journal of International Economics, Bd. 82, Ausgabe 2, November 2010, S. 195-207; R. C. Johnson und G. Noguera, Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added, in: Journal of International Economics, Bd. 86, Ausgabe 2, 2012, S. 224-236, sowie R. Koopman, Z. Wang und S.-J. Wei, Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports, in: American Economic Review, Bd. 104, Nr. 2, 2014, S. 459-494.

⁶ Siehe M. Saito, M. Ruta und J. Turunen, Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains, Policy Paper des IWF, August 2013.

⁷ Siehe G. Georgiadis, Determinants of global spillovers from US monetary policy, in: Journal of International Money and Finance, Bd. 67, 2016, S. 41-61.

⁸ Die Auswirkung der Einbindung in internationale Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz im Euro-Währungsgebiet ist nicht Gegenstand dieses Aufsatzes, da hierauf in späteren Beiträgen genauer eingegangen wird.

ausgerichtete multilaterale Initiativen den Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte eines Landes unterstützen.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 wird die Entwicklung globaler Ungleichgewichte und der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten in den vergangenen Jahrzehnten betrachtet. Eine Erörterung des Mechanismus, über den sich die Einbindung einer Volkswirtschaft in globale Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz des Landes auswirken könnte, findet sich in Abschnitt 3. In Abschnitt 4 werden die Ergebnisse einer Analyse von länderübergreifenden Daten dargestellt, die Aufschluss über die empirische Relevanz einer solchen Beteiligung für die Leistungsbilanz gibt. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Entwicklung globaler Ungleichgewichte und der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten

2.1 Globale Leistungsbilanzungleichgewichte

Die Zeit vor der weltweiten Finanzkrise war durch einen Aufbau großer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte geprägt (siehe Abbildung 1). Während die Vereinigten Staaten ein hohes Leistungsbilanzdefizit akkumulierten, verzeichneten China, Japan und die erdölexportierenden Länder große Überschüsse. Zu der Zeit war man sich einig, dass ein letztendlicher – möglicherweise rascher – Abbau dieser Ungleichgewichte eine Krise auslösen könnte.⁹ Der Internationale Währungsfonds (IWF) regte wiederholt politische Maßnahmen an, die im Rahmen eines multilateralen Konsultationsprozesses eine spannungsfreie Korrektur erleichtern würden.¹⁰

Auf die weltweite Finanzkrise folgte ein Abbau der Ungleichgewichte. Im Zeitraum von 2007 bis 2015 wurde ein beträchtlicher Rückgang der Überschüsse und Defizite verzeichnet. Im Verhältnis zum BIP sank der durchschnittliche absolute Leistungsbilanzsaldo der G-20-Länder von 4,7 % im Jahr 2007 auf 3,9 % im Jahr 2015. BIP-gewichtet wurde eine Verringerung von 3,6 % auf 2,6 % verzeichnet, da die größeren Volkswirtschaften eine stärkere Korrektur erfuhren. Die globale Finanzkrise, die durch andere Faktoren ausgelöst wurde, ging somit einer Korrektur der weltweiten Ungleichgewichte voraus. Wenngleich eine Zerlegung der Leistungsbilanzsalden in strukturelle und zyklische Komponenten schwierig ist, lässt die Evidenz darauf schließen, dass beide Komponenten zu einem Abbau der Ungleichgewichte im Gefolge der internationalen Finanzkrise beitrugen.¹¹

⁹ Siehe L. A. Catão und G. M. Milesi-Ferretti, External Liabilities and Crises, Working Paper des IWF, WP/13/113, Mai 2013.

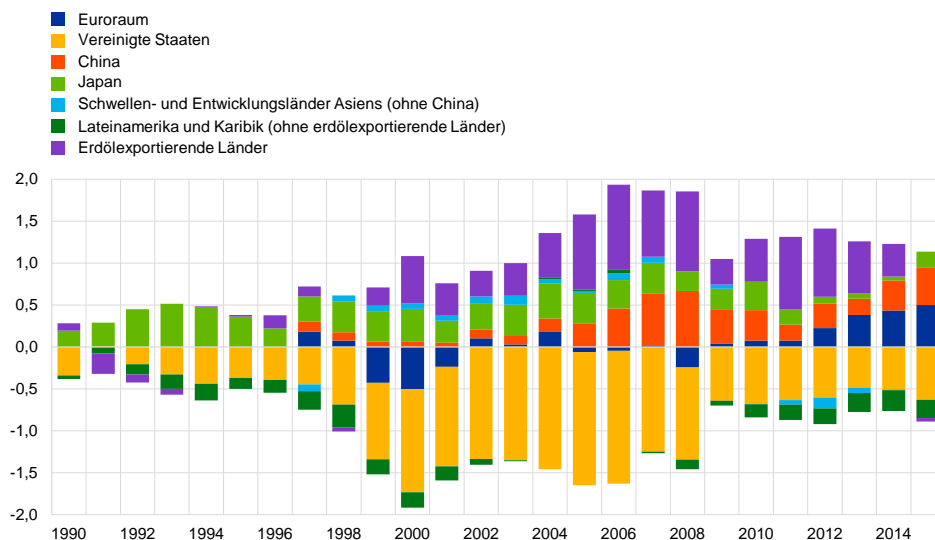
¹⁰ IWF, Imbalances and Growth: Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process, September 2013.

¹¹ IWF, 2013 Pilot External Sector Report, Policy Paper des IWF, August 2013.

Abbildung 1

Entwicklung der weltweiten Leistungsbilanzsalden

(in % des weltweiten BIP)



Quelle: World Economic Outlook des IWF.

Anpassungen in großen Überschuss- und Defizitländern trugen spürbar zu einer Verringerung der globalen Ungleichgewichte bei.

So fiel das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten gemessen am weltweiten BIP von 1,6 % im Jahr 2006 auf 0,6 % im Jahr 2015. In China sank der Leistungsbilanzüberschuss von 0,6 % des weltweiten BIP im Jahr 2007 auf durchschnittlich rund 0,3 % im Zeitraum von 2009 bis 2015. In Japan verschwand der von 2005 bis 2010 durchgehend bestehende Aktivalsaldo von etwa 0,3 % gemessen am weltweiten BIP nahezu vollständig, was unter anderem einem veränderten wirtschaftspolitischen Umfeld mit einem vorübergehenden Stopp der Erzeugung von Kernenergie sowie den Auswirkungen der 2012 eingeführten „Abenomics“-Maßnahmen geschuldet war.

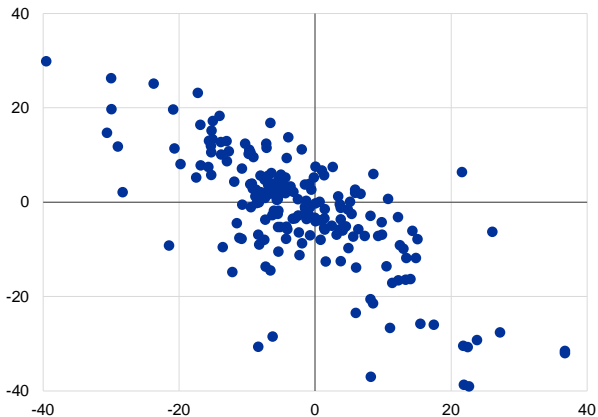
Der Abbau von Ungleichgewichten war ein globales Phänomen und betraf sowohl fortgeschrittene Volkswirtschaften als auch Schwellenländer.

Dies lässt sich aus dem Zusammenhang zwischen den Leistungsbilanzpositionen der im World Economic Outlook des IWF beobachteten Länder im Jahr 2007 und den Veränderungen ihrer Leistungsbilanzsalden im Zeitraum von 2007 bis 2015 ablesen (siehe Abbildung 2). Länder mit einem zu Beginn der weltweiten Finanzkrise positiven Leistungsbilanzsaldo verbuchten von 2007 bis 2015 tendenziell eine Verringerung, während jene mit einer Negativposition tendenziell eine Verbesserung verzeichneten.

Abbildung 2

Leistungsbilanzsalden im Jahr 2007 und Veränderungen im Zeitraum von 2007 bis 2015

(in % des BIP; x-Achse: Leistungsbilanzsaldo 2007; y-Achse: Veränderung des Saldos 2007-2015)

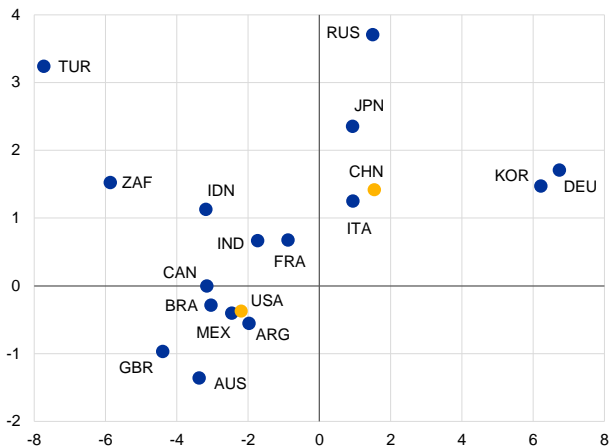


Quelle: World Economic Outlook des IWF.

Abbildung 4

Leistungsbilanzsalden im Jahr 2013 und Veränderungen im Zeitraum von 2013 bis 2015 in den G-20-Ländern

(in % des BIP; x-Achse: Leistungsbilanzsaldo 2013; y-Achse: Veränderung des Saldos 2013-2015)



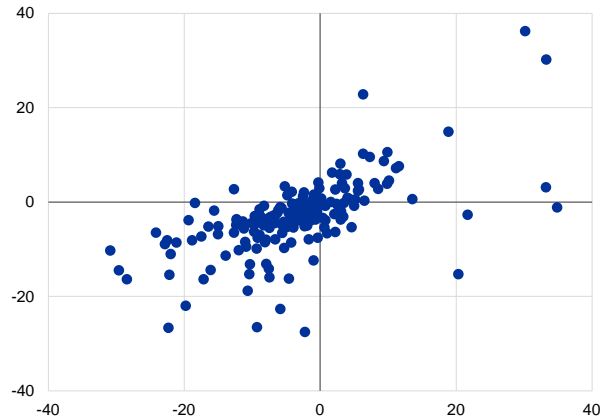
Quelle: World Economic Outlook des IWF.

zu einem Stillstand gekommen zu sein, da die Leistungsbilanzsalden von 2013 und die Veränderung der Salden von 2013 bis 2015 positiv korrelieren (siehe Abbildung 4). Wengleich sich die Überschüsse und Defizite der Leistungsbilanzen in diesen Volkswirtschaften in jüngerer Zeit erhöht haben, sind die globalen Ungleichgewichte infolge des Ölpreistrückgangs und der damit verbundenen Verringerung der Leistungsbilanzüberschüsse der erdölexportierenden Länder weitgehend stabil geblieben (siehe Abbildung 1).

Abbildung 3

Leistungsbilanzsalden im Zeitraum von 1990 bis 2005 und von 2008 bis 2015

(in % des BIP; x-Achse: Leistungsbilanzsaldo 1990-2005; y-Achse: Leistungsbilanzsaldo 2008-2015)



Quelle: World Economic Outlook des IWF.

Trotz des Rückgangs der globalen Ungleichgewichte in den einzelnen Volkswirtschaften blieb die Konstellation der Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite weitgehend gleich.

Abbildung 3 zeigt, dass ein Großteil der Länder, die im Zeitraum von 1990 bis 2005 einen Überschuss bzw. ein Defizit in der Leistungsbilanz aufwiesen, auch noch im Zeitraum nach 2008 einen Überschuss bzw. Fehlbetrag verzeichnete.

In jüngerer Zeit haben die Leistungsbilanzungleichgewichte in einigen Ländern, insbesondere in einigen systemrelevanten Volkswirtschaften, wieder zugenommen.

Nach 2013 vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit in den Vereinigten Staaten auf 2,6 % des BIP, während sich der Aktivsaldo in China und Japan auf 3 % bzw. 3,3 % des BIP ausweitete. Die Korrektur der Ungleichgewichte scheint in den G-20-Ländern generell

2.2 Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten

Die Messung der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten

gestaltet sich schwierig. Eine Messgröße für die nachgelagerte Beteiligung (Downstream Participation), d. h. dafür, wie stark ein Land bei der Exportgüterproduktion auf Einfuhren zurückgreift, ist der Anteil der inländischen Wertschöpfung an den Bruttoexporten einer Volkswirtschaft, auch VAX-Quote genannt.¹² Eine niedrige VAX-Quote weist darauf hin, dass ein großer Teil der Bruttoausfuhren eines Landes die Wertschöpfung ausländischer Vorleistungen widerspiegelt. Zur Veranschaulichung einer nachgelagerten Beteiligung soll noch einmal das Beispiel der Herstellung des iPod dienen: Zwar exportiert China den iPod, doch ist die tatsächliche Wertschöpfung in China dabei sehr begrenzt und entsteht hauptsächlich durch den Zusammenbau des Geräts, der eine geringe Qualifikation erfordert. Der Großteil des Wertes wird über die Lieferung hoch entwickelter Vorleistungsgüter durch Unternehmen in den Vereinigten Staaten, Japan, Südkorea und Taiwan geschöpft.¹³ China hat daher in Bezug auf den iPod eine niedrige VAX-Quote und weist – gemäß dieser Kennzahl für die nachgelagerte Beteiligung – eine starke Beteiligung an der internationalen Wertschöpfungskette des iPod auf. Ein anderes Maß für die nachgelagerte Beteiligung, nämlich die vorleistungsbezogene Beteiligung (Backward Participation), entspricht dem Anteil der importierten Bruttovorleistungsgüter an der Bruttogesamtproduktion einer Volkswirtschaft auf der Grundlage von Daten aus der World Input-Output Database (WIOD).¹⁴ In Kasten 1 werden die WIOD und die Messgröße der vorleistungsbezogenen Beteiligung näher erörtert.

Die Einbindung in internationale Wertschöpfungsketten hat seit den

1970er-Jahren deutlich zugenommen. Historische Daten zeigen einen langfristigen Rückgang der VAX-Quote (siehe Abbildung 5). Ein immer größerer Teil der Bruttoausfuhren einer Volkswirtschaft bildet somit eine importierte Wertschöpfung ab, also importierte Vorerzeugnisse, die bei der Exportgüterproduktion zum Einsatz kommen. Zieht man die vorleistungsbezogene Beteiligung als Maß heran, hat die Teilnahme an internationalen Wertschöpfungsketten ebenfalls zugenommen (siehe Abbildung 6).

Die wachsende Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten ist ein

weltweites Phänomen. Der länderübergreifende Mittelwert der vorleistungsbezogenen Beteiligung hat sich im Gleichschritt mit seiner (an der Standardabweichung gemessenen) Streuung erhöht (siehe Tabelle 1). Dies lässt darauf schließen, dass die Zunahme der vorleistungsbezogenen Beteiligung in diesem Zeitraum relativ gleichmäßig über die Länder verteilt war und mit dem

¹² Siehe R. C. Johnson und G. Noguera, A Portrait of Trade in Value Added over Four Decades, in: Review of Economics and Statistics, 2016.

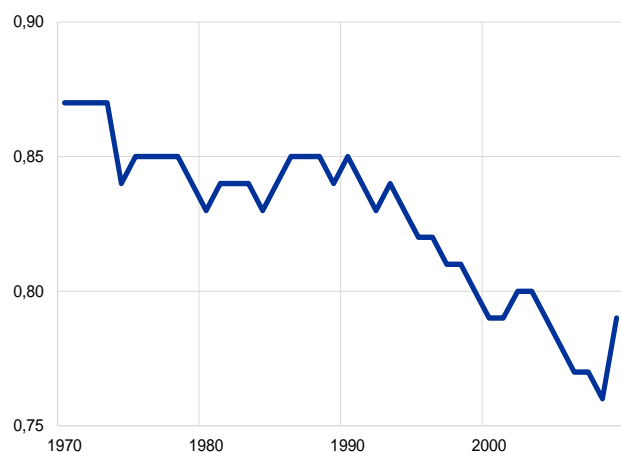
¹³ Siehe Dedrick et al., a. a. O.

¹⁴ Siehe M. P. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer und G. J. de Vries, An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production, in: Review of International Economics, Bd. 23, Ausgabe 3, 2015, S. 575-605, sowie M. P. Timmer, B. Los, R. Stehrer und G. J. de Vries, An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release, Research Memorandum des Groningen Growth and Development Centre, Nr. 162, 2016.

begrenzten Anstieg des Abstands zwischen dem niedrigsten und höchsten Wert dieser Beteiligung im Einklang stand.

Abbildung 5
Entwicklung der weltweiten VAX-Quote

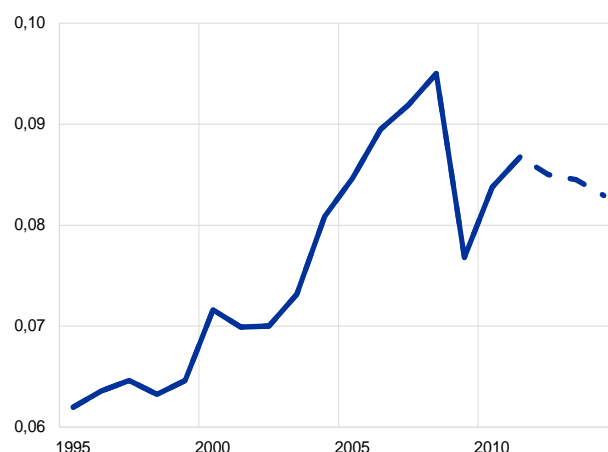
(Anteil der inländischen Wertschöpfung an den Bruttoexporten)



Quelle: R. C. Johnson und G. Noguera (siehe Fußnote 12).

Abbildung 6
Entwicklung der weltweiten vorleistungsbezogenen Beteiligung

(Anteil der importierten Vorleistungsgüter (brutto) an der Bruttogesamproduktion)



Quellen: WIOD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die durchgezogene Linie steht für Daten aus der WIOD-Veröffentlichung aus dem Jahr 2013, die gestrichelte Linie für Daten aus der entsprechenden Veröffentlichung aus dem Jahr 2016.

In jüngster Zeit, also im Gefolge der weltweiten Finanzkrise, deuten die Maße der nachgelagerten Beteiligung darauf hin, dass sich die Zunahme der globalen Wertschöpfungsketten verlangsamt hat.¹⁵ Da sich die Expansion der internationalen Wertschöpfungsketten fast überall auf der Welt abgeschwächt hat, dürften länder- und regionenspezifische Gründe keine Rolle gespielt haben. Als mögliche Ursachen wurden unter anderem die Verkürzung der Lieferketten von Unternehmen zur Verbesserung des Risikomanagements (beispielsweise als Reaktion auf das Erdbeben in Japan 2011), die Einführung von Local-Content-Vorschriften und anderer regulatorischer Maßnahmen sowie die veränderte Zusammensetzung der Nachfrage vorgebracht.¹⁶

¹⁵ Siehe auch IRC Trade Task Force, Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, 2016, sowie M. Timmer, B. Los, G. J. de Vries und R. Stehrer, Peak trade? An anatomy of the recent global trade slowdown, Groningen Growth and Development Centre, 2016.

¹⁶ Siehe auch IWF, World Economic Outlook, Oktober 2016.

Tabelle 1

Deskriptive Statistiken zur vorleistungsbezogenen Beteiligung in den Jahren 2000 und 2014

(Anteil der importierten Vorleistungsgüter (brutto) an der Bruttogesamtproduktion)

	Beobachtungen	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Maximum
2000	44	0,12	0,06	0,03	0,35
2014	44	0,15	0,08	0,04	0,42

Quellen: WIOD und EZB-Berechnungen.

Kasten 1

Messung der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten auf der Grundlage internationaler Input-Output-Tabellen

Im vorliegenden Aufsatz wird die WIOD verwendet, um Messgrößen für die Beteiligung der Volkswirtschaften an globalen Wertschöpfungsketten zu erstellen. In zwei Veröffentlichungen liefert die WIOD in jährlichem Rhythmus internationale Input-Output-Tabellen für eine Vielzahl von Ländern und Sektoren. Die Veröffentlichung von 2013 deckt den Zeitraum von 1995 bis 2011 ab und jene von 2016 den Zeitraum von 2000 bis 2014, wobei die erfassten Länder und Sektoren nicht übereinstimmen. So behandelt die Veröffentlichung von 2013 35 Branchen in 40 Staaten, jene von 2016 56 Sektoren in 43 Ländern. Beide Ausgaben umfassen zudem einen Länderblock, der als „übrige Welt“ bezeichnet wird. Aus vielen Gründen können die Daten aus den beiden WIOD-Veröffentlichungen daher nicht miteinander kombiniert werden, um kontinuierliche Messgrößen der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten für den gesamten Zeitraum von 1995 bis 2014 zu entwickeln. In diesem Aufsatz werden Veränderungen der Messgröße der vorleistungsbezogenen Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten für den Zeitraum von 2011 bis 2014 auf Basis des Datensatzes von 2016 verwendet, um die Werte der anhand des Datensatzes von 2013 ermittelten Maße über das Jahr 2011 hinaus fortzuschreiben.

Es wurden unterschiedliche Konzepte und Kennzahlen vorgeschlagen, mit denen der Handel auf Wertschöpfungsbasis und die Einbeziehung in globale Wertschöpfungsketten auf der Grundlage internationaler Input-Output-Tabellen gemessen werden können.¹⁷ Anhand der WIOD-Daten wird im vorliegenden Aufsatz eine einfache Messgröße der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten konzipiert. Diese Messgröße der vorleistungsbezogenen Beteiligung spiegelt die nachgelagerte Beteiligung eines Landes wider – definiert als das Verhältnis der Bruttoimporte von Vorleistungsgütern durch eine Volkswirtschaft in Relation zu ihrer Bruttogesamtproduktion.

Auch die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) hat einen Rahmen zur Bestimmung des Handels gemessen an der Wertschöpfung (Trade in Value Added – TiVA) entwickelt und festgelegt.¹⁸ In diesem Rahmen hat die OECD die vorleistungsbezogene Beteiligung als „ausländische Wertschöpfung“ definiert.¹⁹ Berechnet wird der Indikator auf der Grundlage der TiVA-Datenbank von OECD und Welthandelsorganisation (WTO), die Angaben zu 61 Ländern und 34 Sektoren für die Jahre 1995, 2000, 2005, 2008 und 2011 beinhaltet. Die

¹⁷ Siehe beispielsweise Hummels et al., a. a. O.; R. C. Johnson und G. Noguera, a. a. O.; Koopman et al., a. a. O., sowie OECD, TiVA 2015 indicators – definitions, 2015.

¹⁸ Siehe OECD-WTO, Trade in Value-Added: Concepts, Methodologies and Challenges, 2012.

¹⁹ OECD, 2015, a. a. O.

Korrelation zwischen der in diesem Aufsatz verwendeten Messgröße der vorleistungsbezogenen Beteiligung und dem auf der OECD-Definition basierenden Indikator der ausländischen Wertschöpfung liegt bei 0,94. Die Korrelation zwischen der VAX-Quote und der hier eingesetzten Messgröße der vorleistungsbezogenen Beteiligung beträgt 0,97.

3 Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz

Die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten kann einer Volkswirtschaft einen temporären Wettbewerbsvorteil verschaffen, der – im Bestreben, den Konsum im Zeitverlauf zu glätten – einen Anstieg des Leistungsbilanzsaldos bewirkt. Dazu könnte es in einer Situation kommen, in der inländische und importierte Vorleistungsgüter bei der Produktion gegenseitig substituierbar sind und die Volkswirtschaft einen Schock erfährt, durch den die Kosten für importierte Vorleistungsgüter gegenüber jenen für im Inland hergestellte Vorleistungen sinken. Ein solcher Schock könnte etwa die Umsetzung von Maßnahmen zur Liberalisierung der Handels- und Kapitalströme oder Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie widerspiegeln, die in der Literatur als treibende Kräfte für die steigende Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten ausgemacht wurden. Dadurch, dass heimische Firmen inländisch produzierte durch kostengünstigere importierte Vorleistungen ersetzen, nehmen sie an internationalen Wertschöpfungsketten teil und erzielen gleichzeitig einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Exporteuren aus der übrigen Welt. So verbessert sich die Handelsbilanz des Landes, denn die Ausfuhren verzeichnen ein Plus.²⁰ Da zu erwarten ist, dass auch andere Länder – wahrscheinlich mit Verzögerung – Maßnahmen zur Liberalisierung der Handels- und Kapitalströme ergreifen und sich die Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie zunutze machen, wird der Zugewinn bei der Wettbewerbsfähigkeit für inländische Exporteure nur als temporär wahrgenommen. Dementsprechend wird ein Teil des binnenwirtschaftlichen Einkommenszuwachses bewahrt, um im Zeitverlauf den Konsum zu glätten, wodurch der Leistungsbilanzsaldo des Landes steigt.²¹ Ein zentrales Element dieses hypothetischen Mechanismus ist, dass die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten (durch den Einsatz importierter statt heimischer Vorerzeugnisse) die Produktionseffizienz der inländischen Wirtschaft erhöht. In Kasten 2 wird die empirische Evidenz für die Auswirkungen der Einbeziehung in internationale Wertschöpfungsketten auf die Produktivität erörtert. Zudem ist entscheidend, dass der Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit, der durch die Substitution inländischer Vorleistungen durch importierte Vorleistungsgüter entsteht, nur

²⁰ Prinzipiell könnte der Anstieg der Einfuhren von Vorerzeugnissen auch zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz führen. Allerdings wird der Anstieg der importierten Vorleistungsgüter in einem standardisierten strukturellen allgemeinen Gleichgewichtsmodell einer offenen Volkswirtschaft vom Zuwachs der Ausfuhren dominiert; siehe hierzu J. Brumm, G. Georgiadis, J. Gräßl und F. Trottner, [Global value chain participation and current account imbalances](#), 2015.

²¹ Eine Analyse dieses Mechanismus in einem strukturellen allgemeinen Gleichgewichtsmodell findet sich in: Brumm et al., a. a. O.

vorübergehender Natur ist. Ist der Wettbewerbsvorteil dauerhaft oder wird als dauerhaft wahrgenommen, dürfte sich der Leistungsbilanzsaldo verschlechtern, da der Konsum (und somit die Einfuhren) entsprechend dem permanenten Einkommen steigt.

Kasten 2

Empirische Evidenz für die Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Produktivität

Die Teilnahme an globalen Wertschöpfungsketten beeinflusst die Produktivität auf Unternehmensebene vor allem insofern, als sie es den Firmen ermöglicht, sich Gewinne durch Spezialisierung zunutze zu machen.²² Studien, die sich mit dieser Verbindung beschäftigen und dazu Daten auf Branchenebene heranziehen, kommen tendenziell zu dem Ergebnis, dass sich eine Verlagerung betrieblicher Aktivitäten ins Ausland (Offshoring) positiv auf die Produktivität auswirkt. Amity und Wei²³ beispielsweise stellen Schätzungen zum Effekt einer Auslandsverlagerung auf die Produktivität für das verarbeitende Gewerbe in den Vereinigten Staaten an und kommen zu dem Schluss, dass das Offshoring von Dienstleistungen die Produktivität begünstigt. Auch die Auslandsverlagerung von Werkstoffen hat einen positiven – wenngleich geringeren – Einfluss auf die Produktivität. Winkler²⁴ erzielt mithilfe von Input-Output-Daten für den Zeitraum von 1995 bis 2006 ähnliche Ergebnisse für Deutschland. Crinò²⁵ verwendet vergleichbare Daten für neun europäische Länder mit dem Resultat, dass das Offshoring von Dienstleistungen einen positiven und ökonomisch großen Effekt auf die inländische Produktivität hat. Egger und Egger²⁶ untersuchen, wie sich die Auslandsverlagerung auf die Produktivität gering qualifizierter Arbeitskräfte im verarbeitenden Gewerbe in der EU auswirkt. Sie ermitteln einen kurzfristigen negativen Effekt, der sich jedoch langfristig ins Positive kehrt. Schwörer²⁷ kombiniert Offshoring-Branchendaten aus der WIOD mit Unternehmensdaten zu neun europäischen Ländern für die Jahre von 1995 bis 2008. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die Auslandsverlagerung von Dienstleistungen und von nicht zum Kerngeschäft zählenden Aktivitäten im verarbeitenden Gewerbe zu einem Anstieg der Produktivität beiträgt, das Offshoring von Kernaktivitäten in dieser Branche jedoch keinen signifikanten Effekt zeigt. Schwörer findet außerdem Belege für zusätzliche Produktivitätszuwächse bei multinationalen Unternehmen.

In anderen Studien wurden Daten auf Unternehmensebene herangezogen. Görg und Hanley²⁸ untersuchen die Auswirkungen des internationalen Outsourcings auf die Produktivität in der

²² Ein Literaturüberblick findet sich in: J. Amador und S. Cabral, *Global Value Chains: Surveying Drivers, Measures and Impacts*, Working Paper der Banco de Portugal, Nr. 3/2014, 2014.

²³ Siehe M. Amity und S.-J. Wei, *Service Offshoring and Productivity: Evidence from the US*, in: *The World Economy*, Bd. 32, Ausgabe 2, 2009, S. 203-220.

²⁴ Siehe D. Winkler, *Services Offshoring and its Impact on Productivity and Employment: Evidence from Germany, 1995-2006*, in: *The World Economy*, Bd. 33, Ausgabe 12, 2010, S. 1672-1701.

²⁵ Siehe R. Crinò, *Service Offshoring and Productivity in Western Europe*, in: *Economics Bulletin*, Bd. 6, Nr. 35, 2008, S. 1-8.

²⁶ Siehe H. Egger und P. Egger, *International Outsourcing and the Productivity of Low-Skilled Labor in the EU*, in: *Economic Inquiry*, Bd. 44, Ausgabe 1, 2006, S. 98-108.

²⁷ Siehe T. Schwörer, *Offshoring, domestic outsourcing and productivity: Evidence for a number of European Countries*, in: *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, Bd. 149, Ausgabe 1, 2013, S. 131-149.

²⁸ Siehe H. Görg und A. Hanley, *International Outsourcing and Productivity: Evidence from the Irish Electronics Industry*, in: *The North American Journal of Economics and Finance*, Bd. 16, Ausgabe 2, 2005, S. 255-269.

Elektronikbranche Irlands anhand von Daten auf Betriebsebene. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass durch das internationale Outsourcing insgesamt die Produktivität der einzelnen Betriebe zwar zunimmt, dieser Effekt aber nur bei Firmen mit geringer Exportintensität zum Tragen kommt. Wird eine Unterscheidung zwischen dem Offshoring von Dienstleistungen und Werkstoffen vorgenommen, so ist der positive Einfluss auf die Produktivität der Studie zufolge auf das Outsourcing von Werkstoffen begrenzt. Görg et al.²⁹ untersuchen die Auswirkungen internationalen Outsourcings auf die Produktivität im verarbeitenden Gewerbe in Irland und ziehen dazu ebenfalls Daten auf Betriebsebene heran. Sie kommen zu dem Schluss, dass eine stärkere Verankerung an internationalen Märkten zu größeren outsourcingbedingten Produktivitätsgewinnen führt. McCann³⁰ findet auch Belege dafür, dass die Produktivität von Firmen im Auslandsbesitz und von einheimischen Exporteuren in Irland mit zunehmendem Outsourcing steigt. Im Gegensatz dazu ist Outsourcing für solche irischen Firmen sehr relevant, die kein Exportgeschäft betreiben, während die Produktivitätszuwächse bei Exporteuren und Auslandsniederlassungen deutlich geringer sind. Anhand eines Datensatzes japanischer Firmen gelangen Ito et al.³¹ zu dem Ergebnis, dass Unternehmen, die sowohl Aktivitäten des verarbeitenden Gewerbes als auch Dienstleistungen outsourcen, ihre Produktivität steigern, wohingegen dies bei Firmen, die nur einen dieser beiden Bereiche outsourcen, nicht der Fall ist. Hijzen et al.³² verwenden ebenfalls Daten auf Unternehmensebene zum verarbeitenden Gewerbe in Japan und stellen fest, dass unternehmensinternes Offshoring in der Regel einen positiven Einfluss auf die Produktivität ausübt, während das bei Offshoring zwischen rechtlich selbstständigen Unternehmen nicht der Fall ist. Kasahara und Rodrigue³³ finden Belege dafür, dass sich die Einfuhr von Vorzeugnissen günstig auf die Produktivität von Betrieben des verarbeitenden Gewerbes in Chile auswirkt. Morrison Paul und Yasar³⁴ beschäftigen sich mit der Türkei und stellen fest, dass die Produktivität der dortigen Textil- und Bekleidungshersteller von einem höheren Anteil importierter Materialien und der vertraglichen Untervergabe von Vorleistungen profitiert. Die Ergebnisse von Fariñas und Martín-Marcos³⁵ legen den Schluss nahe, dass Outsourcing ins Ausland für eine Auswahl an spanischen Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe einen positiven Effekt für das Wachstum der totalen Faktorproduktivität auf Firmenebene hat. Jabbour³⁶ stellt mit Blick auf französische Firmen des verarbeitenden Gewerbes fest, dass Offshoring die Produktivität und Ertragskraft zwar begünstigt, jedoch nur, wenn das internationale Outsourcing in Schwellen- und Entwicklungsländer

²⁹ Siehe H. Görg, A. Hanley und E. Strobl, Productivity Effects of International Outsourcing: Evidence from Plant-level Data, in: Canadian Journal of Economics, Bd. 41, Ausgabe 2, 2008, S. 670-688.

³⁰ Siehe F. McCann, The heterogeneous effect of international outsourcing on firm productivity, Working Paper des CEPII Research Center, 2010-06, 2010.

³¹ Siehe B. Ito, E. Tomiura und R. Wakasugi, Offshore Outsourcing and Productivity: Evidence from Japanese Firm-level Data Disaggregated by Tasks, in: Review of International Economics, Bd. 19, Ausgabe 3, 2011, S. 555-567.

³² Siehe A. Hijzen, T. Inui und Y. Todo, Does Offshoring Pay? Firm-Level Evidence From Japan, in: Economic Inquiry, Bd. 48, Ausgabe 4, 2010, S. 880-895.

³³ Siehe H. Kasahara und J. Rodrigue, Does the use of imported intermediates increase productivity? Plant-level evidence, in: Journal of Development Economics, Bd. 87, Ausgabe 1, 2008, S. 106-118.

³⁴ Siehe C. Morrison Paul und M. Yasar, Outsourcing, Productivity, and Input Composition at the Plant Level, in: Canadian Journal of Economics, Bd. 42, Ausgabe 2, 2009, S. 422-439.

³⁵ Siehe J. C. Fariñas und A. Martín-Marcos, Foreign Sourcing and Productivity: Evidence at the Firm Level, in: World Economy, Bd. 33, Ausgabe 3, 2010, S. 482-506.

³⁶ Siehe L. Jabbour, Offshoring and Firm Performance: Evidence from French Manufacturing Industry, in: World Economy, Bd. 33, Ausgabe 3, 2010, S. 507-524.

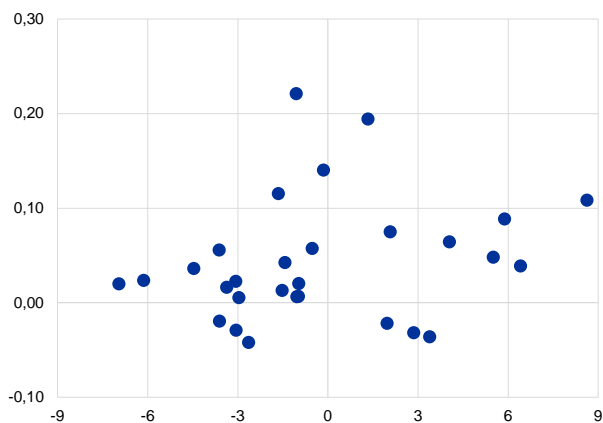
erfolgt. Schließlich führt Wagner³⁷ in Bezug auf Deutschland Belege für einen – wenngleich kleinen – positiven kausalen Effekt von Offshoring auf die Produktivität auf Unternehmensebene an.

4 Empirische Evidenz für die Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz

Abbildung 7

Leistungsbilanzsalden der Volkswirtschaften und vorleistungsbezogene Beteiligung in Relation zur übrigen Welt

(x-Achse: Leistungsbilanzsaldo in % des BIP; y-Achse: vorleistungsbezogene Beteiligung)



Quellen: WIOD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Jeder Punkt entspricht dem Mittelwert der erfassten vorleistungsbezogenen Beteiligung eines Landes und seinem Leistungsbilanzsaldo im Verhältnis zur übrigen Welt.

Es gibt eine positive Korrelation zwischen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten und der Leistungsbilanz.

Im Einklang mit dem im vorherigen Abschnitt beschriebenen Mechanismus ist die uneingeschränkte länderübergreifende Korrelation zwischen den Leistungsbilanzsalden und der vorleistungsbezogenen Beteiligung der Volkswirtschaften in Relation zur übrigen Welt positiv, jedoch nicht statistisch signifikant von null verschieden (siehe Abbildung 7). Darüber hinaus besteht bei ausgewählten Volkswirtschaften mit großen und anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichten ein erheblicher Gleichlauf zwischen der vorleistungsbezogenen Beteiligung gegenüber der übrigen Welt und dem Leistungsbilanzsaldo im Zeitverlauf (siehe Abbildung 8).³⁸ So nahm das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten in den letzten zwei Jahrzehnten ähnlich stark zu bzw. ab, wie sich die vorleistungsbezogene Beteiligung der USA in Relation zur übrigen Welt verringerte bzw. erhöhte. Auch Deutschland und China weisen eine spürbar positive

Korrelation zwischen ihrer vorleistungsbezogenen Beteiligung im Verhältnis zur übrigen Welt und ihren Leistungsbilanzsalden auf.

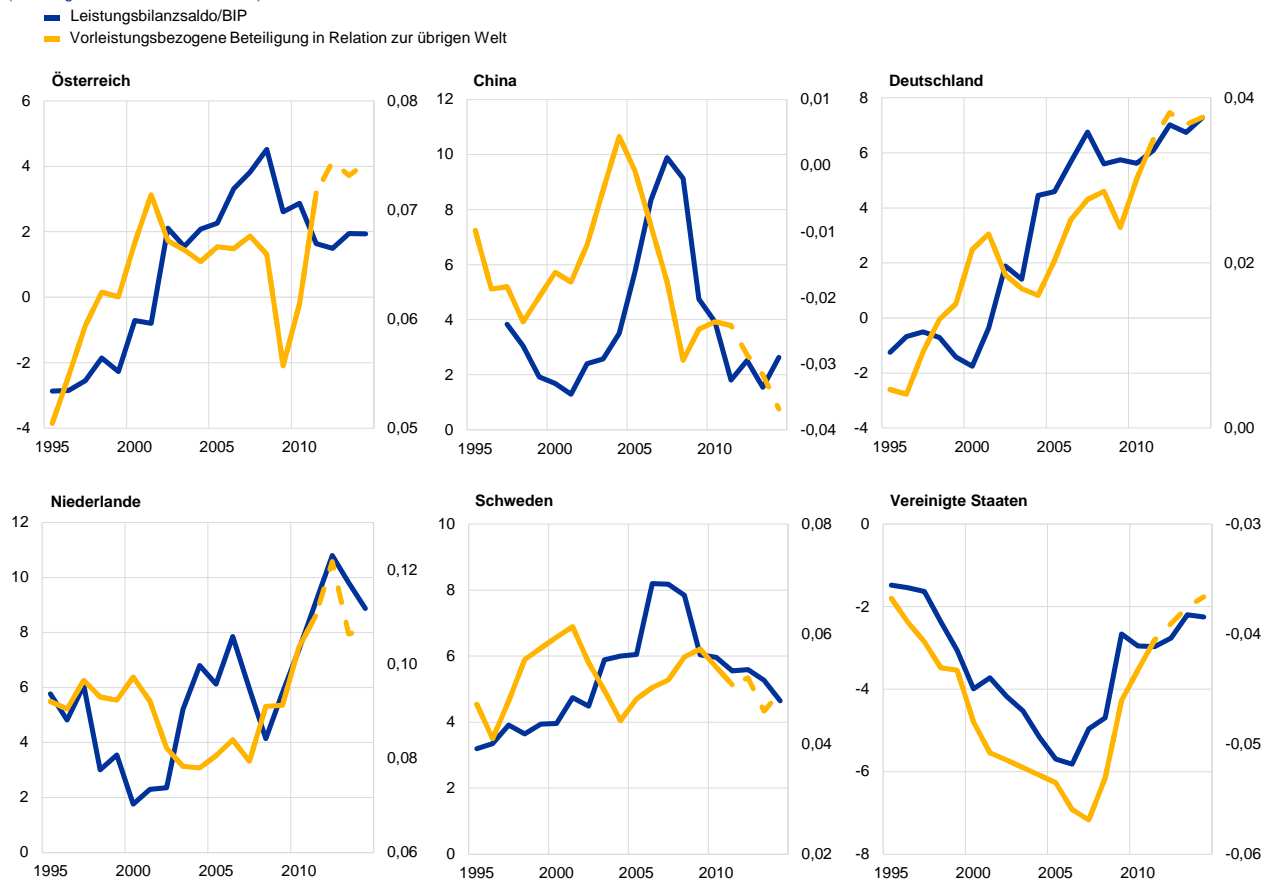
³⁷ Siehe J. Wagner, Offshoring and Firm Performance: Self-selection, Effects on Performance, or Both?, in: Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv), Bd. 147, Ausgabe 2, Juni 2011, S. 217-247.

³⁸ Die in Abbildung 8 verwendete Messgröße bezieht sich auf den Wert der vorleistungsbezogenen Beteiligung einer Volkswirtschaft in Relation zur übrigen Welt. Eine Veränderung der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten in einem bestimmten Land kann dessen Leistungsbilanzsaldo nur dann beeinflussen, wenn sich die entsprechende Beteiligung der anderen Länder nicht in demselben Ausmaß ändert.

Abbildung 8

Gleichlauf zwischen der Beteiligung ausgewählter Volkswirtschaften an globalen Wertschöpfungsketten gegenüber der übrigen Welt und deren Leistungsbilanzsalden

(Leistungsbilanzsaldo in % des BIP)



Quellen: World Economic Outlook des IWF und WIOD.

Anmerkung: Bei den Angaben zur Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten steht die durchgezogene Linie für Daten aus der WIOD-Veröffentlichung aus dem Jahr 2013, die gestrichelte Linie für Daten aus der entsprechenden Veröffentlichung aus dem Jahr 2016. Die Daten aus der im Jahr 2016 stammenden Veröffentlichung wurden zur Fortschreibung der Daten aus der Veröffentlichung von 2013 verwendet.

Um die Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanzsalden zu bestimmen, müssen andere mögliche Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz berücksichtigt werden. Dafür werden die Leistungsbilanzsalden in der Regel auf eine Vielzahl potenzieller Determinanten in länderübergreifenden Paneldatensätzen regressiert. Ein solcher Ansatz wurde auch vom IWF im Rahmen seiner multilateralen Überwachung übernommen, nämlich bei der Methode der Beratungsgruppe für Wechselkursfragen (Consultative Group on Exchange Rate Issues – CGER) und der ihr nachfolgenden Methode zur Beurteilung außenwirtschaftlicher Gleichgewichte (External Balance Assessment – EBA). Es ist zwar allgemein anerkannt, dass das EBA-Modell seine Schwachstellen hat,³⁹ aber es ist ein nützliches empirisches Rahmenwerk, nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass es bei den Artikel-IV-

³⁹ Siehe hierzu S. Phillips, L. Catão, L. Ricci, R. Bems, M. Das, J. Di Giovanni, D. F. Unsal, M. Castillo, J. Lee, J. Rodriguez und M. Vargas, The External Balance Assessment (EBA) Methodology, Working Paper des IWF, Ausgabe 13, 2013.

Konsultationen und den Außenwirtschaftsberichten des IWF die wichtigste Bezugsquelle für die Beurteilung von Leistungsbilanzungleichgewichten darstellt. Kasten 3 liefert eine detailliertere Beschreibung des EBA-Modells des IWF.

Kasten 3

External-Balance-Assessment-Modell des IWF

Um die Bestimmungsfaktoren von Leistungsbilanzsalden zu identifizieren, hat ein Teil der einschlägigen Literatur Strukturmodelle eingesetzt, die vom Paradigma der neuen makroökonomischen Theorie offener Volkswirtschaften inspiriert wurden.⁴⁰ Diesem intertemporalen Ansatz zufolge sind Leistungsbilanzungleichgewichte das Ergebnis von Entscheidungen zukunftsorientierter Akteure, die unter Berücksichtigung von Erwartungen hinsichtlich der künftigen Produktivität, Finanzpolitik und Finanzmarktbedingungen den Nutzen maximieren. Während diese Modelle eine strukturelle Analyse von Entwicklungen in der Leistungsbilanz ermöglichen, ist ihre empirische Güte tendenziell relativ schwach. Ein anderer Strang der Literatur hat die Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz anhand empirischer Rahmenwerke untersucht, die nicht an ein bestimmtes Strukturmodell gebunden sind.⁴¹ Vor diesem Hintergrund wurden Panelregressionen in reduzierter Form für die Ermittlung der Leistungsbilanz analysiert. Das Modell des IWF zur Beurteilung außenwirtschaftlicher Gleichgewichte (External Balance Assessment – EBA) ist eine Version eines solchen Panel-Regressionsmodells in reduzierter Form.⁴²

Die folgende Panel-Datenregression bildet das Rückgrat des EBA-Modells:

$$ca_{it} = \alpha + x_{it} * \beta + u_{it},$$

wobei ca für den Leistungsbilanzsaldo im Verhältnis zum BIP für das Land i im Zeitraum t steht, und x für eine Reihe wirtschaftlicher Fundamentaldaten, von denen angenommen wird, dass sie die Leistungsbilanz beeinflussen. Dabei gilt es zu beachten, dass der Großteil der erklärenden Variablen in x in Relation zu den Durchschnittswerten der übrigen Welt gemessen wird. Grund hierfür ist, dass beispielsweise eine Veränderung des Finanzierungssaldos im Land i den Leistungsbilanzsaldo dieses Landes nur dann beeinflussen kann, wenn sich die Finanzierungssalden anderer Länder nicht entsprechend ändern. Die erklärenden Variablen im EBA-Modell umfassen die Netto-Vermögenspositionen gegenüber dem Ausland, die Ölbilanz, die Produktivität je Arbeitnehmer, das Bevölkerungswachstum, den Altenquotienten, die Offenheit des Kapitalverkehrs, das erwartete Produktionswachstum, die Terms of Trade, die Produktionslücke und den Finanzierungssaldo. Die sich aus der EBA-Regression ergebenden Restgrößen werden

⁴⁰ Siehe beispielsweise J. Sachs, *The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Bd. 12, Ausgabe 1, 1981, S. 201-282; R. Glick und K. Rogoff, *Global versus country-specific productivity shocks and the current account*, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 35, Ausgabe 1, 1995, S. 159-192, sowie M. Obstfeld und K. Rogoff, *The Intertemporal Approach to the Current Account*, in: G. Grossman und K. Rogoff (Hrsg.), *Handbook of International Economics*, Bd. 3, Elsevier, 1995, Kap. 34, S. 1731-1799.

⁴¹ Siehe zum Beispiel C. Calderon, A. Chong und N. Loayza, *Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries*, in: *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Bd. 2, Ausgabe 1, 2002, S. 1-33; M. Chinn und E. Prasad, *Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration*, in: *Journal of International Economics*, Bd. 59, Ausgabe 1, 2003, S. 47-76; J. Gruber und S. Kamin, *Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances*, *International Finance Discussion Papers* des Board of Governors des Federal Reserve System, Ausgabe 846, 2005, sowie M. Ca'Zorzi, A. Chudik und A. Dieppe, *Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy*, in: *Journal of International Money and Finance*, Bd. 31, Ausgabe 6, 2012, S. 1319-1338.

⁴² IWF, 2013, a. a. O., sowie Phillips et al., a. a. O.

gemeinhin als die Teile der beobachteten Leistungsbilanzsalden interpretiert, die nicht durch wirtschaftliche Fundamentaldaten erklärt werden können.

Die Ergebnisse aus EBA-Regressionsmodellen lassen darauf schließen, dass eine in Relation zur übrigen Welt höhere Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten – selbst nach Berücksichtigung anderer wirtschaftlicher Fundamentaldaten – die Leistungsbilanzsalden der Volkswirtschaften verbessert. Die erste Spalte von Tabelle 2 zeigt die Schätzergebnisse des EBA-Regressionsmodells für die Auswirkungen der vorleistungsbezogenen Beteiligung der Volkswirtschaften gegenüber der übrigen Welt auf die Leistungsbilanz.⁴³ Der geschätzte Koeffizient ist positiv und statistisch signifikant und entspricht dem in Abschnitt 3 erörterten Mechanismus: Länder, die stärker in globale Wertschöpfungsketten eingebunden sind, weisen größere Überschüsse bzw. geringere Defizite in der Leistungsbilanz auf.^{44, 45}

Tabelle 2
EBA-Regressionsergebnisse

	Leistungsbilanz (1)	Handelsbilanz (2)
Vorleistungsbezogene Beteiligung	0,13***	0,50***

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „***“ bedeutet eine statistische Signifikanz von 1 %.

Die Evidenz legt nahe, dass sich die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten über die Handelsbilanz auf die Leistungsbilanz auswirkt. Der in Abschnitt 3 vorgestellte Mechanismus lässt darauf schließen, dass die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten den Leistungsbilanzsaldo einer Volkswirtschaft beeinflusst, indem ihre Exporte und somit ihre Handelsbilanz beflügelt werden. Der empirische Beleg in der zweiten Spalte von Tabelle 2 stützt diese Hypothese, wonach die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten die Handelsbilanzen der Volkswirtschaften in der Tat verbessert.

Länderübergreifende Unterschiede bei der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten machen einen beträchtlichen Teil der unerklärten Komponente der beobachteten Leistungsbilanzsalden aus. Ungeachtet gewisser Erfolge in Bezug auf die empirische Güte wird in der einschlägigen Literatur allgemein die Schlussfolgerung gezogen, dass der unerklärte Teil der verzeichneten Leistungsbilanzsalden in empirischen Modellen in reduzierter Form

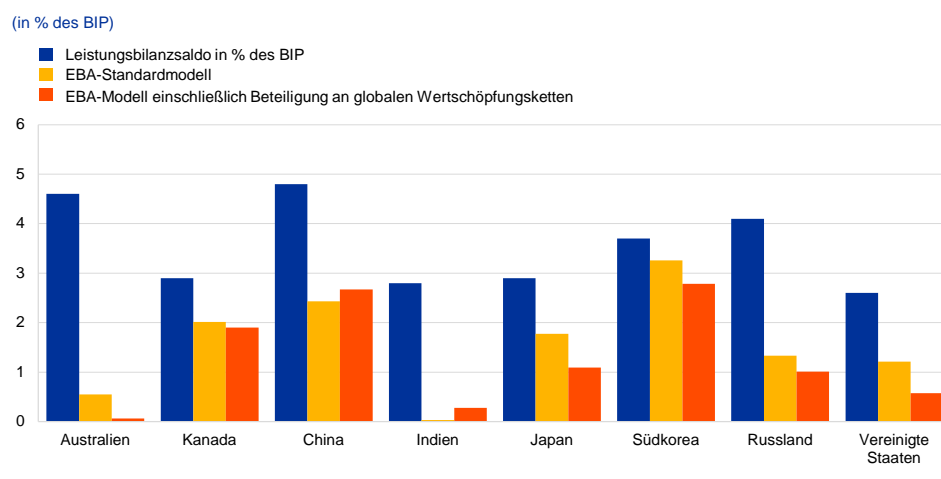
⁴³ Analog zum ursprünglichen EBA-Modell des IWF stammen die Ergebnisse aus einer verallgemeinerten Kleinstquadrateschätzung, bei der Daten für 29 Volkswirtschaften über einen Zeitraum von 1995 bis 2011 verwendet werden. Die Regressionsergebnisse sind robust gegenüber Heteroskedastizität und Autokorrelation im Fehlerterm.

⁴⁴ Die Resultate deuten auch darauf hin, dass sich der Leistungsbilanzsaldo einer Volkswirtschaft verbessert, wenn sich deren Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten weniger stark verringert als jene der übrigen Welt.

⁴⁵ Es gibt zudem Belege dafür, dass zusätzlich zur vorleistungsbezogenen Beteiligung auch eine erhöhte vorwärtsgerichtete (auf Zulieferung bezogene) Beteiligung die Leistungsbilanzsalden der Volkswirtschaften verbessern kann, wenngleich die Auswirkungen quantitativ schwächer sind und durch andere Mechanismen erfolgen (siehe Brumm et al., a. a. O.).

nach wie vor groß ist. Abbildung 9 zeigt die absoluten Leistungsbilanzsalden als prozentualen Anteil am BIP im Jahr 2009 für Länder außerhalb der EU, in denen sich dieser vor der jüngsten Abschwächung der globalen Ungleichgewichte auf mehr als 2,5 % belief. Die absoluten Restgrößen des EBA-Modells, die zur Beteiligung der Volkswirtschaften an globalen Wertschöpfungsketten beitragen oder nicht, sind als zusätzliche Balken dargestellt. Aus Abbildung 9 geht hervor, dass es im EBA-Standardmodell ohne Messgrößen der Einbeziehung in globale Wertschöpfungsketten umfangreiche unerklärte Leistungsbilanzsalden für Überschuss- und Defizitländer gibt. Die unerklärten Leistungsbilanzsalden fallen deutlich geringer aus, wenn die Beteiligung der Volkswirtschaften an globalen Wertschöpfungsketten berücksichtigt wird. So kann für die Vereinigten Staaten der unerklärte Teil des im Jahr 2009 verzeichneten Leistungsbilanzdefizits von 2,6 % des BIP etwa zur Hälfte der im Verhältnis zur übrigen Welt begrenzten Einbindung der USA in internationale Wertschöpfungsketten zugeschrieben werden.

Abbildung 9
Beobachtete und unerklärte Leistungsbilanzsalden



Quellen: World Economic Outlook des IWF und EZB-Berechnungen.

5 Schlussbemerkungen

Die empirischen Erkenntnisse lassen darauf schließen, dass die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten – neben der Förderung von Wachstum, der Verstärkung länderübergreifender Übertragungseffekte und der Veränderung der Einkommensverteilung in einer Volkswirtschaft – die Leistungsbilanzsalden verbessert.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Stagnation beim Anstieg der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten stellt sich natürlich die Frage, ob dies Auswirkungen auf die Leistungsbilanzsalden weltweit haben wird. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Einbindung einer Volkswirtschaft in internationale Wertschöpfungsketten ihre Leistungsbilanz nur dann beeinflusst, wenn sich die Beteiligung in Relation zu jener der übrigen Welt verändert. Wie die neueste Literatur zeigt, ist die beobachtete Verlangsamung der Fragmentierung der Produktion über Ländergrenzen hinweg ein

weltweites Phänomen und dürfte daher keinen Einfluss auf die Ausgestaltung der globalen Leistungsbilanzsalden haben.

Heterogenität auf Unternehmensebene und Wettbewerbsfähigkeit in der Europäischen Union

Unternehmen sind in Bezug auf ihre Wirtschaftsleistung selbst innerhalb eng definierter Sektoren sehr heterogen, wie durch die im vorliegenden Aufsatz angeführte Evidenz für mehrere EU-Mitgliedstaaten bestätigt wird. Diese Heterogenität hat große Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes, die verstanden wird als dessen Fähigkeit zu exportieren oder – im weiteren Sinne – als dessen gesamtwirtschaftliches Produktivitätswachstum. Im vorliegenden Aufsatz werden diese Auswirkungen und die daraus folgenden politischen Handlungsempfehlungen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit in der EU beleuchtet. Was die Leistungsfähigkeit im Außenhandel anbelangt, so sind lediglich relativ wenige Firmen – nämlich die größten und produktivsten Firmen eines jeweiligen Sektors – überhaupt in der Lage, zu exportieren. Daraus folgt, dass die aggregierte Exportleistung eines Landes maßgeblich davon abhängt, wie sich diese Firmen entwickeln. Im Gegenzug beeinflusst die Teilnahme am Handel die Produktivität der exportierenden und – indirekt – der nicht exportierenden Betriebe, was sich wiederum positiv auf die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität auswirkt. Zudem bedeutet eine ausgeprägte Heterogenität auf Unternehmensebene, dass der gesamtwirtschaftliche Produktivitätszuwachs durch eine bessere Allokation von Kapital und Arbeit auf die einzelnen Firmen deutlich gesteigert werden kann, wobei die Evidenz darauf schließen lässt, dass sich durch eine verbesserte Allokationseffizienz innerhalb der einzelnen Sektoren beträchtliche Produktivitätsgewinne erzielen lassen. Allerdings haben sich in verschiedenen EU-Staaten in den letzten Jahren einige der Indikatoren, die eine Fehlallokation von Kapital anzeigen, tendenziell nach oben bewegt; Gründe hierfür sind Unsicherheit und Friktionen an den Produktionsfaktor- und Kreditmärkten.

1 Einleitung

Da vermehrt Daten auf Unternehmensebene verfügbar sind, wurde durch verschiedene empirische Studien das Vorliegen einer ausgeprägten Heterogenität bei der Leistungsfähigkeit der einzelnen Firmen belegt.

In der empirischen Literatur wird auf der Basis granularer Daten gezeigt, dass sich Firmen selbst innerhalb sehr stark aufgegliederter Sektoren beispielsweise in Bezug auf Größe, Kostenstruktur, Gewinne und Produktivität in hohem Maße voneinander unterscheiden.¹ Dies trifft auch auf EU-Staaten zu, was durch eine kürzlich vom

¹ Ein Überblick über die Fachliteratur findet sich bei E. J. Bartelsman und M. Dorms, Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata, in: Journal of Economic Literature, Bd. 38, 2000, S. 569-594, sowie jüngeren Datums bei, C. Syverson, What Determines Productivity?, in: Journal of Economic Literature, Bd. 49, Nr. 2, 2011, S. 326-365.

Competitiveness Research Network (CompNet) erstellte Datenbank bestätigt wird.² In den „alten“ EU-Mitgliedstaaten (d. h. den neun Ländern, die der EU bis spätestens 1995 beigetreten sind und für die Daten vorliegen) sind die in puncto Produktivität zum obersten Dezil zählenden Unternehmen im Schnitt dreimal so produktiv wie Firmen, die zum untersten Dezil der Produktivitätsverteilung innerhalb eines Sektors gehören (siehe Abbildung 1).³ Für die meisten der zehn „neuen“ EU-Mitgliedstaaten, für die Daten vorliegen, ist dieser Wert sogar noch höher.⁴ Darüber hinaus ist die Produktivitätsverteilung asymmetrisch, da sie eine hohe Dichte an Firmen mit geringer Produktivität und nur wenige hochproduktive Firmen aufweist. Obschon diese empirische Regelmäßigkeit auf alle Länder und Sektoren zutrifft, kann die Verteilungskurve infolge struktureller Merkmale von Land zu Land unterschiedlich sein. So zeichnet sich die Produktivitätsverteilung des verarbeitenden Gewerbes in Frankreich und Deutschland im Vergleich zu beispielsweise Spanien und Italien durch einen höheren Mittelwert und ein breiteres rechtes Ende aus (siehe Abbildung 2).

² CompNet ist ein ursprünglich innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) 2012 ins Leben gerufenes Forschungsnetzwerk, das sich der Analyse der Wettbewerbsfähigkeit aus multidimensionaler Perspektive verschrieben hat. Der Teilnehmerkreis umfasst Ökonomen der EZB/des ESZB, der Europäischen Kommission und zahlreicher europäischer und internationaler Organisationen, Universitäten, Statistikämter und Think Tanks. Der CompNet-Datensatz basiert vorwiegend auf administrativen Daten aus Unternehmensregistern und liefert für eine Reihe von Variablen mit Bezug zu Leistung und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen harmonisierte länderübergreifende Informationen zu den Hauptmomenten der Sektorverteilung (d. h. Mittel, Median, Standardabweichung, Dezile der Verteilung usw.). Einzelheiten zu dieser mikroaggregierten Produktivitätsdatenbank finden sich in: P. Lopez-Garcia, F. di Mauro und die CompNet Task Force, *Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1764, 2015; zu Handelsdaten siehe A. Berthou, E. Dhyne, M. Bugamelli, A.-C. Cazacu, C.-V. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Meriküll, F. Oropallo und A. C. Soares, *Assessing European firms' exports and productivity distributions: the CompNet trade module*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1788, 2015.

³ In den meisten Fällen decken die in diesem Aufsatz vorgestellten länderübergreifenden Belege zu Handelsergebnissen 16 EU-Länder ab, nämlich zehn Euro-Länder (Belgien, Estland, Frankreich, Italien, Lettland, Litauen, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland) und sechs weitere EU-Mitgliedstaaten (die Tschechische Republik, Dänemark, Kroatien, Ungarn, Polen und Rumänien). Die Abbildungen, in denen lediglich Produktivitätsindikatoren dargestellt werden, umfassen zudem Deutschland, Spanien und Österreich. Die Heranziehung einer (geringfügig) anderen Länderauswahl wird in der Anmerkung zur jeweiligen Abbildung angezeigt. Für das Jahr 2013 liegen Angaben für lediglich zwölf Länder vor, da keine Daten für Litauen, Ungarn, Rumänien und Slowenien verfügbar sind. Im vorliegenden Aufsatz werden 54 Branchen der gewerblichen Wirtschaft berücksichtigt, die gemäß der Klassifizierung von Wirtschaftszweigen nach NACE Rev. 2 einen zweistelligen Code aufweisen, 23 davon im verarbeitenden Gewerbe. Zudem werden im gesamten Aufsatz lediglich CompNet-Daten mit Bezug zu Firmen herangezogen, die mehr als 20 Mitarbeiter haben. Die Stichprobe ist bevölkerungsgewichtet, wodurch sich die länderübergreifende Vergleichbarkeit erhöht. Allerdings bleiben hinsichtlich der Vergleichbarkeit einige Schwierigkeiten, z. B. zum Stichprobenverfahren, bestehen. Ausführliche Angaben zum Datensatz finden sich in Lopez-Garcia et al., a. a. O., sowie Berthou et al., a. a. O.

⁴ Bartelsman et al. erklären die Unterschiede, die sich in Bezug auf die Streuung der Produktivität innerhalb eines Sektors zwischen den Ländern in Mittel- und Osteuropa und jenen in Westeuropa ergeben, damit, dass in den ersten Jahren der Übergangsphase Firmen mit geringer Produktivität am Markt überleben und neben neuen, weitaus produktiveren privatwirtschaftlichen Firmen existieren konnten (siehe E. Bartelsman, J. Haltiwanger und S. Scarpetta, *Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection*, in: *The American Economic Review*, Bd. 103, Nr. 1, 2013, S. 305-334).

Die Firmenheterogenität hat Auswirkungen auf die übergeordnete Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit, die sowohl Handelsergebnisse als auch Produktivitätsentwicklungen berücksichtigt.

Im weiteren Sinne bezieht sich die Wettbewerbsfähigkeit auf die wirtschaftlichen und institutionellen Rahmenbedingungen, die effiziente Firmen gedeihen lassen⁵ und so die Leistungsfähigkeit im Außenhandel und die Produktivität stützen. Das Vorliegen einer erheblichen Heterogenität zwischen den Firmen hat große Auswirkungen auf die Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit in Bezug auf beide Dimensionen.

Hinsichtlich der Leistungsfähigkeit im Außenhandel wird sowohl in der empirischen als auch der theoretischen Literatur ein wechselseitiger Einfluss von Handel und Produktivität auf Unternehmensebene herausgestrichen.

Im Einklang mit der empirischen Evidenz auf Basis granularer Daten gehen die aktuellsten theoretischen internationalen Veröffentlichungen zum Handel davon aus, dass Exportunternehmen die produktivsten Firmen einer Volkswirtschaft sind.⁶ Außerdem zeigen sowohl die Modelle als auch die empirischen Untersuchungen, dass neben der traditionell positiven Wirkung des Handels dessen Liberalisierung ihrerseits die gesamtwirtschaftliche Produktivität durch eine Reallokation von Ressourcen auf exportierende, produktivere Firmen ankurbeln kann.

Heterogenität auf Unternehmensebene wirkt sich auch auf das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum aus.

Erweisen sich Unternehmen in Bezug auf ihre Wirtschaftsleistung als heterogen, so hängt die Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Produktivität auch davon ab, mit welcher Effizienz die Produktionsfaktoren den einzelnen Firmen infolge zweier grundlegender Entwicklungen zugeordnet werden. Diese Entwicklungen sind: a) die Gründung und Liquidation von Firmen und b) deren Expansion und Schrumpfung. Die Reallokation von Faktoren wirkt dann produktivitätssteigernd, wenn infolge dieser Entwicklungen die Ressourcen von Firmen mit der geringsten Produktivität auf die produktivsten Firmen umgeschichtet werden. Beschränkungen wie Friktionen im Kreditgeschäft oder strukturelle Rigiditäten können jedoch einem effizienten Allokationsprozess zuwiderlaufen.

Der vorliegende Aufsatz soll Aufschluss über die Auswirkungen der Firmenheterogenität auf die Wettbewerbsfähigkeit in der EU geben

und ist wie folgt strukturiert: In Abschnitt 2 wird die Verbindung zwischen der Produktivität der Unternehmen und dem Handel aus empirischer Sicht analysiert. Im selben Abschnitt werden in Kasten 1 die theoretischen Workhorse-Handelsmodelle erörtert, auf die sich die empirische Analyse stützt, und in Kasten 2 wird beurteilt, welche Rolle der Heterogenität auf der Unternehmensebene dabei zukommt, die Reagibilität gesamtwirtschaftlicher Exporte auf Veränderungen der realen Wechselkurse

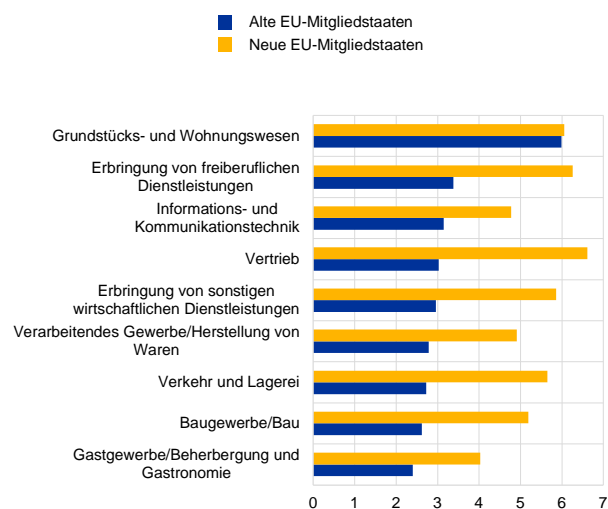
⁵ Siehe z. B. die Definition in: Der Bericht der fünf Präsidenten: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Europäische Kommission, Juni 2015, S. 8: „Eine wettbewerbsfähige Volkswirtschaft zeichnet sich letztendlich dadurch aus, dass ihre Institutionen und ihre Politik produktiven Unternehmen den Rahmen dazu bieten zu prosperieren.“

⁶ Es darf nicht übersehen werden, dass die Grundlage dieser Literatur die Beiträge von Wirtschaftswissenschaftlern wie Joseph Schumpeter sind, der bereits in den 1930er-Jahren die dynamische Entwicklung heterogener Wirtschaftsakteure berücksichtigte (siehe z. B. J. A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1934).

innerhalb eines Landes und länderübergreifend zu erklären. Abschnitt 3 konzentriert sich auf die Frage, wie effizient die Faktoren Kapital und Arbeit auf die einzelnen Firmen innerhalb eines Sektors verteilt werden; diese Allokation ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für das Produktivitätswachstum. Abschnitt 4 enthält die Schlussfolgerungen, verbunden mit einigen Handlungsempfehlungen.

Abbildung 1
Sektorale Verteilung der Unternehmensproduktivität in 19 EU-Ländern

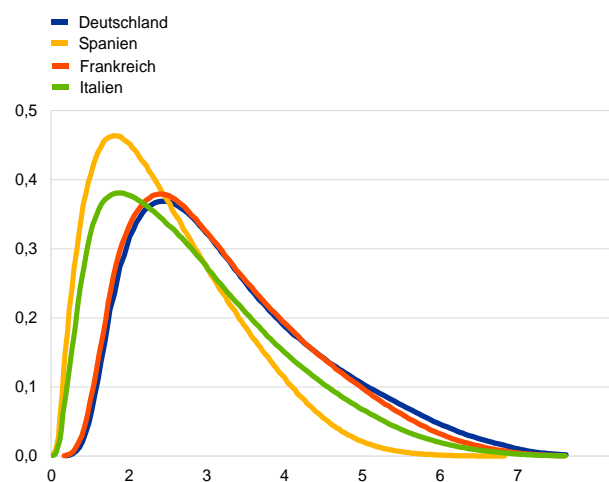
(Anteil des Arbeitsproduktivitätsniveaus der Firmen im obersten bzw. untersten Dezil in Sektoren mit zweistelliger Klassifizierung, aggregiert zur Makroebene des Sektors; Durchschnitte nach Land von 2001 bis 2013)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
Anmerkung: Zu den in der Abbildung enthaltenen alten EU-Mitgliedstaaten zählen Belgien, Dänemark, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Österreich, Portugal und Finnland. Die hier berücksichtigten neuen EU-Mitgliedstaaten sind die Tschechische Republik, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, Slowenien und die Slowakei. Die Quoten in jedem Sektor mit zweistelliger Klassifizierung werden unter Heranziehung von Wertschöpfungsanteilen zur Makroebene des Sektors aggregiert. Ungewichtete Durchschnitte je nach Land und Jahr. Die Daten für 2013 liegen für zwölf Länder vor, da Daten für Deutschland, Litauen, Ungarn, Österreich, Portugal, Rumänien und Slowenien nicht verfügbar sind.

Abbildung 2
Verteilung der Unternehmensproduktivität im verarbeitenden Gewerbe in den vier größten Ländern des Euroraums

(Arbeitsproduktivitäts-Kerne, normalisiert auf länderbezogenes Pro-Kopf-BIP; in zehntsd. €; verarbeitendes Gewerbe; Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2012)



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet- und Eurostat-Daten und Statistisches Bundesamt Deutschland – Paneldaten aus den Amtlichen Firmendaten für Deutschland (AFiD).
Anmerkung: Die Produktivitätsniveaus wurden reskaliert, sodass das Mittel der Produktivitätsverteilung dem Pro-Kopf-BIP entspricht; die Daten stammen von Eurostat. Zu beachten ist allerdings, dass eine Reskalierung mit dem Pro-Kopf-BIP die Reihenfolge der Länder aus Gründen verändern kann, die nicht notwendigerweise mit der Produktivität in Zusammenhang stehen, hierzu zählen z. B. die Sektorzusammensetzung, die Größe der Schattenwirtschaft oder eine ungewöhnliche demografische Struktur.
Die Daten für Deutschland beziehen sich auf eine geschichtete repräsentative Stichprobe von Firmen des verarbeitenden Gewerbes mit mehr als 20 Mitarbeitern. Da die revidierten deutschen Angaben nach Größenklasse vorliegen, wurde ein gewichteter Durchschnitt errechnet, wobei die Gewichtung nach der Anzahl der Firmen innerhalb einer bestimmten Größenklasse erfolgte.

2 Zum wechselseitigen Einfluss von Produktivität und Handel

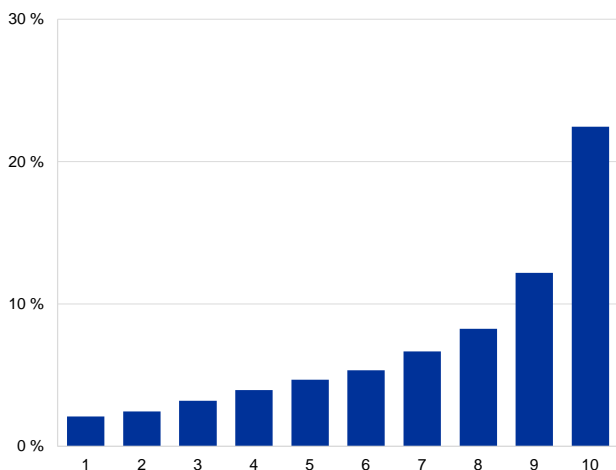
2.1 Bedeutung der Firmenproduktivität für den Handel

Die Teilnahme von Firmen am internationalen Handel und deren relative Bedeutung für die Ausfuhren eines Landes hängen wesentlich von ihrem Produktivitätsniveau ab. Die mikrofundierte Evidenz auf der Grundlage von CompNet-Daten (die für das verarbeitende Gewerbe in 15 EU-Mitgliedstaaten vorliegen) zeigt, dass der Exportanteil von Unternehmen, die im obersten Dezil der Verteilung der Arbeitsproduktivität enthalten sind, etwa viermal so groß ist wie jener der Median-Unternehmen (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3

Exportanteil der in unterschiedlichen Dezilen der Verteilung der Arbeitsproduktivität enthaltenen Firmen im verarbeitenden Gewerbe in 15 EU-Staaten

(Durchschnitt in den jeweiligen Ländern von 2001 bis 2013; prozentualer Anteil an den Gesamtexporten des verarbeitenden Gewerbes)

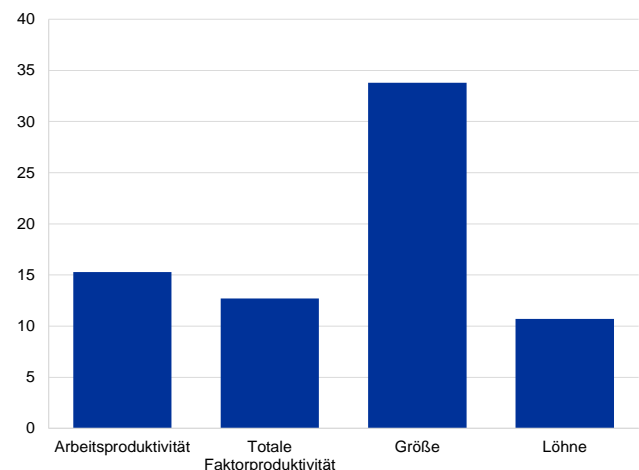


Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
Anmerkung: Durchschnittlicher Exportanteil in % an den Gesamtausfuhren des verarbeitenden Gewerbes je Dezil der Arbeitsproduktivität in den 15 EU-Mitgliedstaaten (die 16 in Fußnote 3 genannten EU-Staaten mit Ausnahme Ungarns).

Abbildung 4

Leistungsgefälle zwischen neuen Exportfirmen des verarbeitenden Gewerbes und Nicht-Exportfirmen desselben Sektors in 16 EU-Staaten

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
Anmerkung: In dieser Abbildung werden die 16 in Fußnote 3 genannten EU-Staaten berücksichtigt. Die Balken stellen den geschätzten Koeffizienten einer Dummy-Variablen dar, die für neue Exporteure den Wert eins annimmt und sonst den Wert null hat, nach Bereinigung um länderfixe und fixe spezifische Effekte im Zusammenhang mit zweistellig klassifizierten Sektoren. Alle Dummy-Koeffizienten sind signifikant. Die Regressionen nach der Kleinstquadratmethode wurden für den Zeitraum von 2001 bis 2013 vorgenommen. Neue Exportfirmen werden definiert als Firmen, die Exporte in der Zeit t und $t+1$, nicht aber in $t-1$ durchführen.

In empirischen Studien auf Unternehmensebene wurde festgestellt, dass Exportfirmen in allen Sektoren gegenüber Nicht-Exportfirmen desselben Sektors nicht nur produktiver, sondern auch größer sind; ferner sind sie kapitalintensiver und können höhere Löhne zahlen.⁷ Nach Bereinigung um

länderfixe und fixe sektorspezifische Effekte zeigt sich, dass neue Exporteure (also Unternehmen, die gerade begonnen haben zu exportieren) in den untersuchten EU-Mitgliedstaaten im Schnitt etwa 15 % produktiver sowie 30 % größer sind und die Löhne 10 % höher ausfallen als bei Nicht-Exportfirmen im selben eng definierten Sektor (siehe Abbildung 4). Dies stützt die Hypothese, dass neue Exportfirmen gegenüber Nicht-Exportfirmen bereits einen Produktivitäts- und Größenvorsprung aufweisen, bevor sie überhaupt an den internationalen Märkten in Wettbewerb treten.⁸

Ein wesentlicher Grund dafür, dass Exportfirmen produktiver sein müssen, liegt darin, dass sie nur so in der Lage sind, die mit Exporten verbundenen Handelskosten zu tragen, damit sich eine Expansion in ausländische Märkte als gewinnbringend erweist.⁹ Die Teilnahme an Handelsaktivitäten ist teuer. So

können die Kosten für Infrastruktur und Logistik, tarifäre und nicht tarifäre Handelshemmnisse, Absicherungskosten gegen Schwankungen des nominalen Wechselkurses, Kreditkosten und Kosten für die Beschaffung von Informationen über Auslandsmärkte handelshemmend wirken.¹⁰ Wie in Kasten 1 erörtert, legt sowohl die theoretische als auch die empirische Literatur den Schluss nahe, dass eine Produktivitätsschwelle existiert, oberhalb derer es für die Unternehmen profitabel ist, diese Kosten zu tragen und in ausländische Märkte zu expandieren. Ein Näherungswert dieser nicht beobachtbaren Schwelle ist der geschätzte Vorteil

⁷ So dokumentieren Bernard und Jensen bei Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in den USA große, signifikante Unterschiede zwischen Export- und Nicht-Exportfirmen (siehe A. B. Bernard und J. B. Jensen, *Exporters, Jobs, and Wages in US Manufacturing: 1976-1987*, in: *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, Bd. 1995, 1995, S. 67-112; *Exporters, skills upgrading and the wage gap*, in: *Journal of International Economics*, Bd. 42, 1997, S. 3-31, sowie *Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?*, in: *Journal of International Economics*, Bd. 47, Nr. 1, 1999, S. 1-25).

⁸ Die Teilnahme an Handelsaktivitäten kann ihrerseits das Produktivitätswachstum der jeweiligen Firma fördern (dieser Punkt wird in Abschnitt 2.2 erläutert).

⁹ Belege für die Existenz versunkener Markteintrittskosten bei Exporten und die Persistenz von Exporttätigkeit wurden für Kolumbien festgestellt/gefunden (siehe M. J. Roberts und J. R. Tybout, *The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs*, in: *The American Economic Review*, Bd. 87, Nr. 4, 1997, S. 545-564). Weitere Beispiele für Selbstselektion von Firmen beim Eintritt in Exportmärkte beziehen sich auf Frankreich (siehe J. Eaton, S. Kortum und F. Kramarz, *An anatomy of international trade: evidence from French firms*, in: *Econometrica*, Bd. 79, Nr. 5, 2011, S. 1453-1498), Deutschland (siehe A. B. Bernard und J. Wagner, *Export entry and exit by German firms*, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 137, Nr. 1, 2001, S. 105-123) und die Vereinigten Staaten (siehe A. B. Bernard und J. B. Jensen, *Exporting and Productivity in the USA*, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Bd. 20, Nr. 3, 2004, S. 343-357).

¹⁰ Siehe z. B. R. Minetti und S. Chun Zhu, *Credit constraints and firm export: Microeconomic evidence from Italy*, in: *Journal of International Economics*, Bd. 83, Nr. 2, 2011, S. 109-125(,) zur Rolle der Kreditrationierung, sowie L. Fontagné, G. Orefice, R. Piermartini und N. Rocha, *Product standards and margins of trade: Firm-level evidence*, in: *Journal of International Economics*, Bd. 97, Nr. 1, 2015, S. 29-44 zum Einfluss tarifärer und hoher nichttarifärer Handelshemmnisse an Auslandsmärkten auf das Exportergebnis.

bei der Arbeitsproduktivität, den neue Exportfirmen gegenüber Nicht-Exportfirmen im selben Sektor aufweisen – die sogenannte Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit.¹¹

Im Einklang mit der Fachliteratur deutet die Evidenz für die EU-Mitgliedstaaten auf Folgendes hin: Je niedriger das Niveau der wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes ist, desto höher fällt tendenziell die Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit aus. Länder mit einem niedrigen Pro-Kopf-BIP verfügen üblicherweise über weniger integrierte Märkte, sodass geringproduktive Nicht-Exportfirmen überleben können. Dies erklärt, warum im selben Sektor hochproduktive Firmen, die die mit dem Export verbundenen Kosten tragen können, und binnenwirtschaftlich orientierte Unternehmen mit geringer Produktivität nebeneinander existieren können.¹² Dementsprechend ist die Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit in Ländern wie Rumänien größer als beispielsweise in Finnland und Dänemark (siehe Abbildung 5). Das Pro-Kopf-BIP ist auch ein Näherungswert der institutionellen Qualität. Qualitativ bessere Institutionen verringern sowohl die fixen als auch die variablen Handelskosten für Firmen.¹³ So hat sich gezeigt, dass die in Abbildung 5 dargestellte Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit in Ländern mit einer bekanntermaßen hohen institutionellen Qualität gering ist.

¹¹ Die in diesem Aufsatz erwähnte Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit wird nach der Methode der International Study Group on Exports and Productivity (ISGEP) geschätzt; siehe hierzu Understanding Cross-Country Differences in Exporter Premia: Comparable Evidence for 14 Countries, in: Review of World Economics, Bd. 144, Nr. 4, 2008, S. 596-635. Im Gegensatz zu dieser Studie wurden allerdings im vorliegenden Aufsatz in der Gruppe der exportierenden Betriebe ausschließlich neue Exporteure berücksichtigt, um besser zu gewährleisten, dass die Prämie nicht die Produktivitätsgewinne umfasst, die der Beteiligung der Firmen am internationalen Handel zuzuschreiben sind.

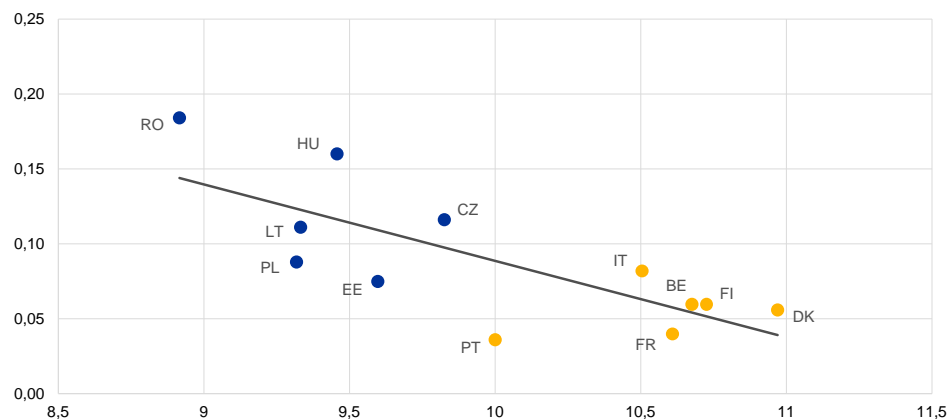
¹² Siehe M. Hallward-Driemeier, G. Iarossi und K. L. Sokoloff, Exports and Manufacturing Productivity in East Asia: A Comparative Analysis with Firm-Level Data, in: NBER Working Papers, Nr. 8894, National Bureau of Economic Research, 2002.

¹³ Vgl. ISGEP, a. a. O.

Abbildung 5

Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und Pro-Kopf-BIP in 12 EU-Staaten

(Durchschnitte von 2001 bis 2013; x-Achse: Pro-Kopf-BIP (Logarithmus); y-Achse: Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit)



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von ISGEP, CompNet-Daten und der Datenbank der World Development Indicators der Weltbank.

Anmerkung: Die Produktivitätsprämie der Exporttätigkeit wird auf der Grundlage der ISGEP-Methode geschätzt. Sie wird berechnet als Koeffizient einer Dummy-Variablen, die bei neuen Exporteuren den Wert eins annimmt und sonst den Wert null hat, in einer Regressionsgleichung, in der die abhängige Variable der Logarithmus der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität des Sektors ist. Zusätzliche erklärende Variablen sind unter anderem die durchschnittliche Firmengröße, der Durchschnittslohn, das Jahr und fixe spezifische Effekte im Zusammenhang mit zweistellig klassifizierten Sektoren. In dieser Abbildung werden die 16 in Fußnote 3 genannten EU-Mitgliedstaaten berücksichtigt mit Ausnahme von Kroatien, für das keine Angaben vorliegen, sowie von Lettland, Slowenien und der Slowakei, deren geschätzte Koeffizienten bei herkömmlichen Niveaus nicht statistisch signifikant waren. Die blau markierten Länder gehören zu Mittel- und Osteuropa; die gelb markierten Länder sind Teil Westeuropas.

Kasten 1

Wie kann die empirische Evidenz mit der Theorie in Einklang gebracht werden?
Einführung heterogener Unternehmen in die Außenhandelstheorie

Bis in die 1990er-Jahre wurde in den meisten Studien zur Analyse der Wettbewerbsfähigkeit, die als Leistungsfähigkeit im Außenhandel verstanden wurde, unterstellt, dass Unternehmen homogen sind. In den neoklassischen Handelsmodellen erwachsen die aus dem Handel resultierenden Wohlfahrtsgewinne aus einem Anstieg der Produktion und des Konsums auf globaler Ebene; dieser Zugewinn folgt aus der Spezialisierung der Länder in Branchen, in denen sie einen Wettbewerbsvorteil haben. So exportieren die Länder diejenigen Produkte, bei denen sie im Vergleich zu anderen Branchen und anderen Ländern niedrigere Opportunitätskosten der Produktion aufweisen. Jüngere „neue Handelsmodelle“ tragen darüber hinaus der Beobachtung Rechnung, dass zwischen Ländern auch ein Austausch von ähnlichen Waren stattfindet, was darauf hindeutet, dass es Handel zwischen Ländern auch innerhalb desselben Wirtschaftszweigs gibt. Dem zugrunde liegen die Annahmen wachsender Skalenerträge, einer monopolistischen Wettbewerbssituation und einer Präferenz der Konsumenten für eine Vielfalt an Produkten. In diesen Modellen ergeben sich die Handelsgewinne daraus, dass die Liberalisierung des Handels zu einer Zunahme der Marktgröße führt, die es den Firmen ermöglicht, ihre Produktionskosten zu senken, und die einen breiteren Zugang zu preisgünstigeren Waren verschiedener Art gestattet.¹⁴ Diese Modelle setzen allesamt eine unternehmensseitige Homogenität voraus.

¹⁴ Diese Veröffentlichungen stützen sich auf P. R. Krugman, Scale Economies, Product Differentiation, and the Pattern of Trade, in: The American Economic Review, Bd. 70, 1980, S. 950-959.

Die sogenannte „neue“ neue Außenhandelstheorie trägt der Heterogenität auf Unternehmensebene – wie sie empirische Studien zutage gefördert haben – Rechnung und bietet einen gut handhabbaren Rahmen, um über die Verbindung zwischen Handel und Produktivität die Wettbewerbsfähigkeit zu analysieren. In einem Grundsatzartikel erweiterte Marc Melitz im Jahr 2003 die Standardmodelle der neuen Handelstheorie um die Heterogenität von Unternehmen in Bezug auf die Produktivität.¹⁵ Auf Grundlage früherer theoretischer Modelle der Firmengröße und -entwicklung¹⁶ bietet das Melitz-Modell einen handhabbaren Rahmen und ist damit zum neuen zentralen Baustein der Außenhandelstheorie geworden. In diesem Modell fallen für Firmen fixe Kosten an, wenn sie im Inland produzieren. Wollen sie in das Exportgeschäft einsteigen, müssen zusätzliche Fixkosten sowie variable Kosten aufgebracht werden. Daraus folgt, dass Unternehmen nur dann in einen Markt eintreten, produzieren und schließlich exportieren, wenn dies für sie profitabel ist (d. h. wenn ihre Erlöse höher sind als die genannten fixen und variablen Kosten). Da die Profitabilität vom Produktivitätsniveau des einzelnen Unternehmens abhängt, wird nur ein Teil der insgesamt vorhandenen Unternehmen (d. h. Firmen, die eine bestimmte „Produktivitätsschwelle“ überschreiten) in der Lage sein, für den heimischen Markt zu produzieren. Und nur einige wenige dieser Firmen werden überhaupt Exporte vornehmen können.¹⁷ Zugleich ist zu beachten, dass eine Liberalisierung des Handels zwar zu einem höheren potenziellen Absatz auf den Exportmärkten führt, aber auch den Wettbewerb im Inland verschärft. Daher werden die produktivsten Unternehmen – also jene, die die Exportkosten aufbringen können – im Exportgeschäft aktiv und expandieren, um die Vorteile des größeren Auslandsmarkts zu nutzen. Die ineffizientesten Produzenten scheiden hingegen tendenziell aus dem Markt aus, da ihre Erlöse aufgrund des stärkeren Wettbewerbs schrumpfen. Dadurch findet eine Reallokation der Ressourcen auf die hochproduktiven Erzeuger statt, wodurch sich die gesamtwirtschaftliche Produktivität erhöht.

¹⁵ Siehe M. J. Melitz, The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, in: *Econometrica*, Bd. 71, 2003, S. 1695-1725. Durch diese Veröffentlichung wurde die Firmenheterogenität in das Krugman-Modell (siehe Krugman, a. a. O.) eingeführt.

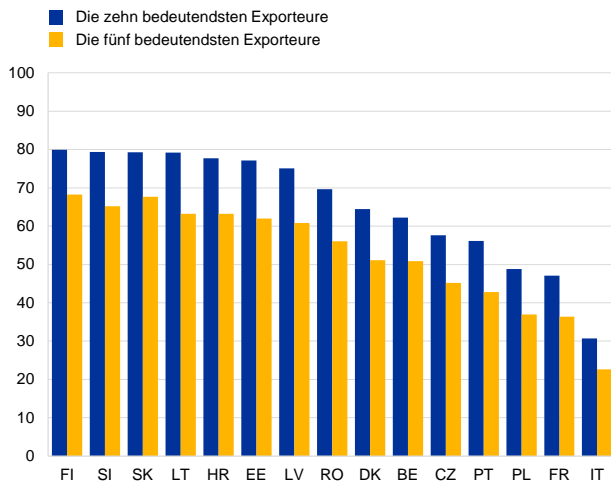
¹⁶ Zu den älteren theoretischen Modellen dieses Forschungsansatzes gehören beispielsweise B. Jovanovic, Selection and the evolution of industry, in: *Econometrica*, Bd. 50, Nr. 3, 1982, S. 649-670, sowie H. Hopenhayn, Entry, Exit, and Firm Dynamics in Long Run Equilibrium, in: *Econometrica*, Bd. 60, Nr. 5, 1992, S. 1127-1150.

¹⁷ In dem von Marc Melitz vorgeschlagenen Modell ist lediglich das erste Moment der Produktivitätsverteilung, nämlich die durchschnittliche Unternehmensproduktivität, für den Export ausschlaggebend. Allerdings wurde in einer kürzlich veröffentlichten Studie auf Basis von CompNet-Daten für 16 EU-Staaten über den Zeitraum von 2001 bis 2012 aufgezeigt, dass die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure (ermittelt als Residuum einer Exportregression nach Herausrechnung aller möglichen Merkmale des Zielmarkts, der Handelskosten sowie der geografischen, kulturellen und historischen Besonderheiten) nicht nur mit der durchschnittlichen Unternehmensproduktivität positiv korreliert, sondern auch mit anderen Momenten der Produktivitätsverteilung, genauer gesagt mit ihrer Streuung und Asymmetrie. Siehe G. Barba Navaretti, M. Bugamelli, E. Forlani und G. Ottaviano, The importance of micro data in assessing aggregate outcomes, in: C. Altomonte und G. Békés, (Hrsg.), *Measuring competitiveness in Europe: resource allocation, granularity and trade*, Bruegel Blueprint Series, Bd. 24, 2016, S. 14-25.

Abbildung 6

Anteil der von den bedeutendsten Exporteuren des verarbeitenden Gewerbes geleisteten Ausfuhren nach Ländern

(durchschnittliche prozentuale Anteile im Zeitraum von 2001 bis 2013; gewichtete Durchschnittswerte in den einzelnen Sektoren, wobei die Gewichtung anhand der Wertschöpfungsanteile an der gesamten Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe erfolgt)

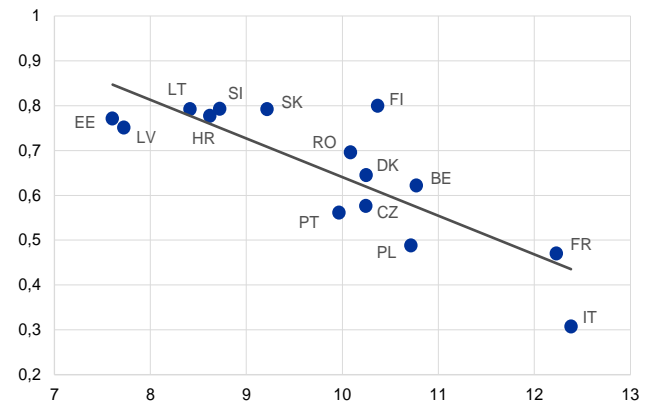


Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
Anmerkung: In dieser Abbildung werden die 16 in Fußnote 3 genannten EU-Staaten mit Ausnahme Ungarns berücksichtigt.

Abbildung 7

Anteil der von den bedeutendsten Exporteuren des verarbeitenden Gewerbes geleisteten Ausfuhren und Größe des verarbeitenden Gewerbes im jeweiligen Land

(Exportanteil der zehn bedeutendsten Exporteure im jeweiligen Sektor des verarbeitenden Gewerbes und Größe dieses Wirtschaftszweigs bezogen auf die reale Wertschöpfung im jeweiligen Land; wertschöpfungsgewichtete sektorale Durchschnittswerte für das jeweilige Land im Zeitraum von 2001 bis 2013; x-Achse: Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe (Logarithmus); y-Achse: Konzentration der Ausfuhren bei den zehn bedeutendsten Exporteuren)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet- und Eurostat-Daten.
Anmerkung: Länder wie in Abbildung 6 angegeben. Die Korrelation zwischen beiden Zeitreihen beträgt -0,83.

Diese Erkenntnisse implizieren auch, dass die Leistung eines Landes im internationalen Vergleich von dessen Produktivitätsverteilung (wie in Abbildung 2 dargestellt) und vor allem vom Verhalten relativ weniger Exportunternehmen abhängt. In den 15 in Abbildung 6 betrachteten EU-Staaten haben die bedeutendsten Exporteure (die zehn wichtigsten Unternehmen gemessen am Ausfuhrwert) einen Anteil von etwa 50 % bis 80 % an den Gesamtausfuhren; eine Ausnahme bilden Frankreich und – deutlicher noch – Italien, wo die Anteile der bedeutendsten Exportunternehmen niedriger sind. Es gibt Belege dafür, dass die Exportkonzentration in einem Land umso höher ist, je kleiner der Sektor des verarbeitenden Gewerbes dieses Landes ist (siehe Abbildung 7).¹⁸ Die in den meisten Ländern allgemein hohe Konzentration der Ausfuhren lässt darauf schließen, dass das aggregierte Handelsergebnis von sehr wenigen Firmen getragen wird. Die Exportkonzentration variiert auch je nach Sektor des verarbeitenden Gewerbes deutlich; die höchste Konzentration wird beispielsweise im Fahrzeugbau und der Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen gemessen, die niedrigste im Maschinen- und Metallbau (siehe Abbildung 8). Sektorale Unterschiede bei der Exportkonzentration können zum Teil mit sektorspezifischen technischen Merkmalen des Produktionsprozesses zusammenhängen, der je nach

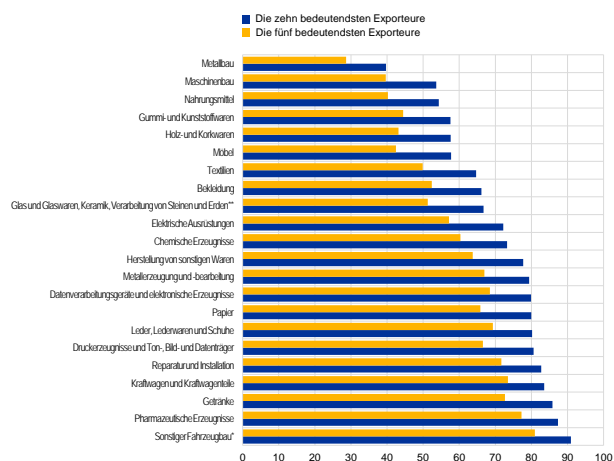
¹⁸ Zudem beträgt der Median der Unternehmensgröße von Exportfirmen eines jeweiligen Sektors in Italien den CompNet-Daten zufolge ungefähr 60 % des Medians exportierender Betriebe desselben Sektors in allen sonstigen in Abbildung 6 betrachteten Ländern. Die niedrige Exportkonzentration in Italien lässt sich also möglicherweise durch die geringe Größe der Exportunternehmen erklären.

Wirtschaftszweig unterschiedliche Firmengrößen erfordert. Abbildung 9 zeigt eine positive Korrelation zwischen der durchschnittlichen Exportkonzentration in den einzelnen Ländern und dem Median der Unternehmensgröße in jedem Sektor; dieser ist ein Näherungswert des notwendigen Geschäftsumfangs im jeweiligen Sektor.

Abbildung 8

Anteil der von den bedeutendsten Exporteuren des verarbeitenden Gewerbes geleisteten Ausfuhren nach Sektoren

(durchschnittliche prozentuale Anteile im Zeitraum von 2001 bis 2013; ungewichtete Durchschnitte in den einzelnen Ländern)

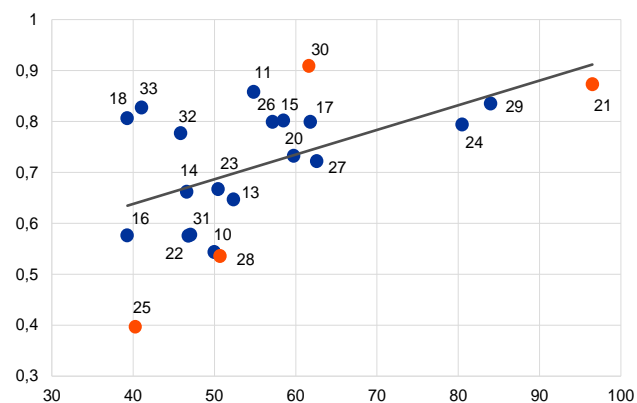


Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
 Anmerkung: Länder wie in Abbildung 6 angegeben. *Fahrzeugbau ohne Kraftfahrzeuge.
 **Herstellung von Erzeugnissen aus nichtmetallischen Mineralien wie Glas, Kunststoff, Zement usw.

Abbildung 9

Anteil der von den bedeutendsten Exporteuren des verarbeitenden Gewerbes geleisteten Ausfuhren und Median der Firmengröße in diesem Sektor

(Exportanteil der zehn bedeutendsten Exportfirmen im jeweiligen Sektor des verarbeitenden Gewerbes und Median der Beschäftigtenzahl je Unternehmen im jeweiligen Sektor; länderübergreifende Durchschnitte für jeden Sektor in der Zeit von 2001 bis 2013; x-Achse: Median der Firmengröße des jeweiligen Sektors (Beschäftigte); y-Achse: Ausfuhrkonzentration bei den zehn bedeutendsten Exporteuren)



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
 Anmerkung: Ungewichtete Durchschnitte in den einzelnen in Abbildung 6 betrachteten Ländern. Sektoren: 10. Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln; 11. Getränkeherstellung; 13. Herstellung von Textilien; 14. Herstellung von Bekleidung; 15. Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen; 16. Herstellung von Holz- und Korkwaren; 17. Herstellung von Papier; 18. Herstellung von Druckerzeugnissen und Ton-, Bild- und Datenträgern; 20. Herstellung von chemischen Erzeugnissen; 21. Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen; 22. Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren; 23. Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden; 24. Metallerzeugung und -bearbeitung; 25. Herstellung von Metallerzeugnissen; 26. Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten und elektronischen Erzeugnissen; 27. Herstellung von elektrischen Ausrüstungen; 28. Maschinenbau; 29. Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenanteilen; 30. Sonstiger Fahrzeugbau; 31. Herstellung von Möbeln; 32. Herstellung von sonstigen Waren; 33. Reparatur und Installation von Maschinen. Bei den rot gekennzeichneten Sektoren handelt es sich um die Sektoren mit den beiden höchsten (Sektor 30 und 21) bzw. niedrigsten (Sektor 25 und 28) durchschnittlichen prozentualen Anteilen der von den bedeutendsten Exporteuren des verarbeitenden Gewerbes geleisteten Ausfuhren (siehe Abbildung 8). Die Korrelation zwischen beiden Zeitreihen beträgt 0,54.

Diese granulare Verteilung der Exporte weist darauf hin, dass mikroökonomische Schocks, die eine relativ geringe Anzahl an Unternehmen betreffen, gesamtwirtschaftliche Auswirkungen haben können. Ein Beispiel hierfür findet sich in Kasten 2, in dem erörtert wird, wie die Granularität der Ausfuhren (diese ist in Abbildung 6 dargestellt) und die Produktivitätsverteilung (in Abbildung 2 dargestellt) die Reaktion der Gesamtausfuhren eines Landes auf

Änderungen des realen effektiven Wechselkurses beeinflussen können.¹⁹ Vor allem ist der Exportanstieg infolge eines Absinkens des realen effektiven Wechselkurses umso höher, je größer der Kreis produktiver Unternehmen ist, die die Aufnahme einer Exporttätigkeit unter den verbesserten preislichen Wettbewerbsbedingungen für profitabel halten (d. h. je breiter das rechte Ende der Produktivitätsverteilung eines Landes ist). Im Gegensatz dazu ist die Elastizität der Exporte gegenüber Schwankungen des realen effektiven Wechselkurses in Ländern oder Sektoren mit einer relativ höheren Exportkonzentration auf einige wenige Unternehmen tendenziell geringer.

Kasten 2

Produktivitätsverteilung von Unternehmen, Entwicklung des realen Wechselkurses und aggregierte Ausfuhren

Im vorliegenden Kasten wird erörtert, wie sich die – von Land zu Land unterschiedliche – Produktivitätsverteilung der Unternehmen auf die außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesse auswirken kann.

Die aggregierte Exportdynamik wird unter anderem von Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des jeweiligen Landes bestimmt, die meist anhand des realen effektiven Wechselkurses (realer EWK) gemessen wird. In der Regel führt ein Rückgang des realen EWK – unter sonst gleichen Bedingungen – zu einem höheren Exportwachstum. Dabei sollte aber auf jeden Fall bedacht werden, dass dieser Einfluss über zwei unterschiedliche Kanäle erfolgt: zum einen über den sogenannten intensiven Rand („intensive margin“, d. h. die Veränderung des Auslandsabsatzes bestehender Exportfirmen) und zum anderen über den sogenannten extensiven Rand („extensive margin“, d. h. den Markteintritt neuer Exportunternehmen). Aktuelle empirische Studien belegen, dass das Ausmaß der über diese beiden Kanäle wirkenden Effekte in den einzelnen Ländern von zwei Faktoren abhängt, die in diesem Aufsatz betrachtet werden. Dies ist erstens das Ausmaß, in dem sich die Ausfuhren auf nur wenige Unternehmen konzentrieren (wie in Abbildung 6 veranschaulicht), und zweitens die Form der Produktivitätsverteilung im verarbeitenden Gewerbe des betreffenden Landes (wie in Abbildung 2 verdeutlicht).

Was den intensiven Rand (d. h. die Ausführintensität bestehender Exportfirmen) anbelangt, so zeigt sich bei großen und produktiveren Exporteuren tendenziell eine geringere Anfälligkeit für reale Wechselkursentwicklungen; Grund hierfür ist möglicherweise die größere Marktmacht, Produktdiversifikation und Importintensität. Untersuchungsergebnisse zu elf EU-Staaten besagen, dass die Elastizitäten der größten und produktivsten Exporteure gegenüber Änderungen des realen EWK bis zu dreimal niedriger sind als die kleinerer, weniger produktiver Exportfirmen.²⁰ Das bedeutet ceteris paribus, dass die Exporte insgesamt umso

¹⁹ Der reale effektive Wechselkurs ist der gewichtete, inflationsbereinigte Durchschnitt des Wechselkurses eines Landes im Verhältnis zu einem Korb von Währungen seiner Handelspartnerländer. Allgemeiner ausgedrückt lassen sich verschiedene sonstige gesamtwirtschaftliche Fragen durch einen Blick auf das Verhalten großer Unternehmen beantworten. Siehe X. Gabaix, The granular origins of aggregate fluctuations, in: *Econometrica*, Bd. 79, Nr. 3, 2011, S. 733-772.

²⁰ Dieses Ergebnis basiert auf der Schätzung der Exportelastizitäten in Bezug auf die mit den Lohnstückkosten deflationierten realen effektiven Wechselkurse nach dem Produktivitätsquartil auf Unternehmensebene auf Grundlage von CompNet-Daten zu elf EU-Staaten für den Zeitraum von 2001 bis 2008 (siehe A. Berthou, V. Demian und E. Dhyne, Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity, erscheint in Kürze). Siehe auch C.-V. Demian und F. Di Mauro, The exchange rate, asymmetric shocks and asymmetric distributions, Working Paper Series der EZB, Nr. 1801, 2015.

schwächer auf Schwankungen des realen EWK reagieren, je stärker sich die Ausfuhren auf einige wenige, hochproduktive Firmen konzentrieren. Ein erster möglicher Erklärungsansatz für die unterschiedliche Reagibilität der Unternehmen auf Wechselkursschocks ist der, dass die Firmen heterogene Pricing-to-Market-Strategien verfolgen. Den größten und produktivsten Exporteuren fällt es leichter, Wechselkursveränderungen durch eine Anpassung ihrer Gewinnaufschläge aufzufangen, wodurch ihre Exportvolumina weniger stark reagieren.²¹ Die eher importintensiven Exporteure sind in der Regel auch unter den Exportfirmen die größten und produktivsten Unternehmen. Weil ihre Gewinnaufschläge größer sind und es bei ihren Grenzkosten zu kompensierenden Wechselkurseffekten kommt, müssen diese Unternehmen ihre Ausfuhrpreise nicht so stark an Veränderungen der realen EWKs anpassen.²² Schließlich sind große Firmen mit breiter Produktpalette weniger anfällig für Schwankungen des realen EWK, da sie es sich als Reaktion auf negative Wechselkursschocks leisten können, ihre am wenigsten profitablen Produkte von den Exportmärkten zu nehmen.²³

Betrachtet man nun den extensiven Rand, d. h. das Ausmaß, in dem mehr Firmen Exportgeschäfte betreiben, so hängt dies auch von der Produktivitätsverteilung im jeweiligen Land ab. Ein fallender realer EWK in einem bestimmten Land lässt die Nachfrage nach den Handelsgütern des betreffenden Landes steigen und führt somit zu einem Absinken der „Produktivitätsschwelle“ der exportierenden Unternehmen, d. h. des Schwellenwerts, ab dem sich für die Unternehmen ein Eintritt in die Exportmärkte lohnt. Dadurch steigen die aggregierten Ausfuhren des Landes an, weil zum einen bestehende Exportunternehmen zusätzliche Verkäufe tätigen und zum anderen neue Unternehmen zu Exporteuren werden. Je größer der Kreis hochproduktiver Unternehmen in einem Land ist, desto wahrscheinlicher ist es daher, dass neue Firmen auf ausländische Märkte drängen können, sobald sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessert. Unter sonst gleichen Bedingungen kann es sein, dass sich Wechselkursänderungen in Ländern wie Deutschland und Frankreich – die sich durch eine höhere Durchschnittsproduktivität und ein breiteres rechtes Ende der Produktivitätsverteilung (d. h. einen größeren Bestand an relativ hochproduktiven Firmen) auszeichnen als etwa Italien und Spanien (siehe Abbildung 2) – über den Kanal des extensiven Randes stärker auf die Ausfuhren auswirken.²⁴

Im Ergebnis hängt die Anfälligkeit der aggregierten Ausfuhren für Veränderungen des realen Wechselkurses insgesamt von der relativen Bedeutung des intensiven Randes gegenüber dem extensiven Rand ab. Die vorhandene empirische Literatur lässt keine eindeutigen

²¹ Es gibt zum Beispiel aussagekräftige Belege für heterogene Pricing-to-Market-Strategien in Frankreich (siehe N. Berman, P. Martin, und T. Mayer, How do different exporters react to exchange rate changes?, in: The Quarterly Journal of Economics, Nr. 127, 2012, S. 437-492).

²² Siehe M. Amiti, O. Itskhoki und J. Konings, Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect, in: The American Economic Review, Bd. 104, Nr. 7, 2014, S. 1942-1978. Eine eingehende Erörterung der Bestimmungsfaktoren der Wechselkurstransmission (d. h. des Maßes, in dem Wechselkursveränderungen an die Importpreise und schließlich an die Endverbraucherpreise weitergegeben werden) findet sich in: EZB, Transmission von Wechselkursänderungen auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016. Zu diesen Bestimmungsfaktoren gehören die Wettbewerbsintensität in den einzelnen Branchen, die Fakturierungswährung von Einfuhren, die Menükosten, der Offenheitsgrad des betreffenden Landes und die wahrgenommene Schockdauer.

²³ Siehe R. Dekle, H. Jeong und N. Kiyotaki, Dynamics of Firms and Trade in General Equilibrium, in: Working Paper des USC Dornsife Institute for New Economic Thinking, University of Southern California, 2015, Nr. 15-12, sowie T. Mayer, M. Melitz und G. Ottaviano, Product Mix and Firm Productivity Responses to Trade Competition, CEP Discussion Papers, Nr. 1442, Centre for Economic Performance, 2016.

²⁴ Siehe F. Di Mauro und F. Pappadà, Euro area external imbalances and the burden of adjustment, in: Journal of International Money and Finance, Bd. 48, 2014, S. 336-356.

Schlussfolgerungen bezüglich der relativen Bedeutung der beiden Kanäle zu, über die sich Änderungen des realen EWK auf die aggregierten Exporte auswirken können, da sich dies je nach Sektor, betrachteter Zeitspanne und Granularität der verwendeten Daten unterscheidet.²⁵ Allerdings kommen die bisherigen Untersuchungen allgemein zu dem Schluss, dass der intensive Rand in Industrieländern eine größere Rolle spielt als der extensive.²⁶ Daraus ließe sich ceteris paribus schließen, dass etwa der im Vergleich zu Frankreich und Deutschland in Italien geringere Anteil an großen Exportunternehmen ein ausschlaggebender Punkt sein könnte, um die höhere Reagibilität der aggregierten Ausfuhren auf Änderungen des realen EWK in Italien zu erklären, die in der makroökonomischen Fachliteratur dokumentiert ist.²⁷

2.2 Auswirkungen des Handels auf die Produktivität

Der Handel kann seinerseits die gesamtwirtschaftliche Produktivität steigern, und zwar über zwei Kanäle: zum einen über das Produktivitätswachstum der Unternehmen selbst und zum anderen durch eine bessere Allokation von Kapital und Arbeit auf die einzelnen Firmen. Eine Beteiligung am internationalen Handel kann für Exportunternehmen zu einer Erhöhung ihrer eigenen Produktivität führen („firmenspezifisches Produktivitätswachstum“). Des Weiteren kann sich hieraus eine veränderte Allokation der Produktionsfaktoren auf exportierende und nicht exportierende Firmen ergeben, und zwar sowohl innerhalb eines bestimmten Sektors als auch zwischen den einzelnen Sektoren („Reallokationseffekt“); dies hat potenziell große Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität.

²⁵ Siehe beispielsweise M. Crozet und P. Koenig, Structural gravity equations with intensive and extensive margins, CEPII Working Papers, Nr. 30, 2008.

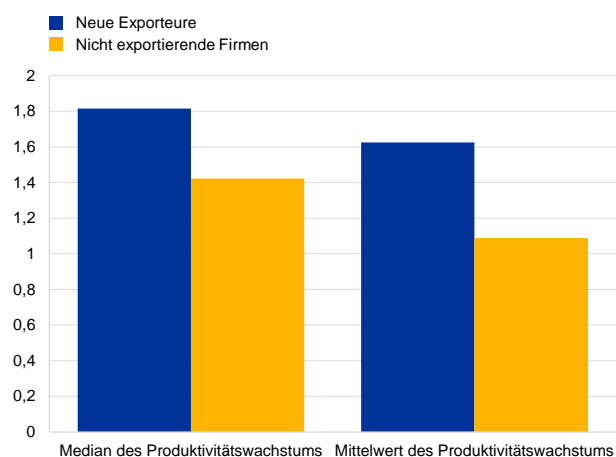
²⁶ Siehe T. Besedeš und T. J. Prusa, The role of extensive and intensive margins and export growth, in: Journal of Development Economics, Bd. 96, 2011, S. 371-379.

²⁷ Siehe beispielsweise C. Giordano und F. Zollino, Shedding light on price and non-price competitiveness determinants of foreign trade in the four largest euro-area countries, in: Review of International Economics, Bd. 24, Nr. 3, 2016, S. 604-634.

Abbildung 10

Wachstum der Arbeitsproduktivität von neuen Exporteuren im verarbeitenden Gewerbe nach dem Eintritt in den Exportmarkt und von nicht exportierenden Firmen desselben Sektors in 16 EU-Staaten

(Jahreswachstumsrate der Arbeitsproduktivität im Jahr nach dem Markteintritt der neuen Exporteure in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.
Anmerkung: In dieser Abbildung werden die 16 in Fußnote 3 genannten EU-Staaten berücksichtigt.

Betrachtet man zunächst den ersten Kanal, so kann der Handel hauptsächlich aus folgenden Gründen eine Veränderung der firmenspezifischen Produktivität herbeiführen: a) Exporteure „lernen durch Exportieren“ und b) Exporteure profitieren von der Einfuhr billigerer und/oder qualitativ hochwertigerer Vorleistungsgüter. Mit Blick auf den erstgenannten Grund zeigt die empirische Evidenz, dass Exportunternehmen mit einer höheren Wahrscheinlichkeit Innovationen hervorbringen, Ressourcen zugunsten der profitabelsten Produkten verlagern und ihre Angebotspalette vergrößern.²⁸ Dementsprechend weitet sich die Produktivitätslücke gegenüber den nicht exportierenden Unternehmen nach dem Eintritt in die Exportmärkte tendenziell aus. So liegt in den hier untersuchten EU-Staaten im Schnitt der Produktivitätszuwachs der Exporteure ein Jahr nach Eintritt in die Auslandsmärkte über dem von den nicht exportierenden Firmen verzeichneten Wachstum (siehe Abbildung 10).²⁹ Daher gilt nicht nur, dass es die produktivsten Firmen sind, die sich Exportmärkte erschließen (wie in Abschnitt 2.1 dargelegt), sondern

auch, dass die Exporttätigkeit ihre Produktivität nach dem Markteintritt weiter steigen lässt. Was den zweiten Grund betrifft, so wurde empirisch gezeigt, dass die Einfuhr von Vorleistungsgütern die firmenspezifische Produktivität fördert,³⁰ weil die Importeure Zugang zu einer breiteren Palette an hochwertigeren Vorleistungen haben.³¹ Insbesondere die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten (GWK) wirkt hierbei als Katalysator für die Verbreitung von Technologien. Aktuelle empirische Evidenz auf Grundlage der CompNet-Daten zeigt zum Beispiel, dass der Produktivitätszuwachs der leistungsstärkeren Firmen (die sogenannten „national frontier firms“) in elf mittel- und osteuropäischen EU-Staaten weitgehend dem

²⁸ Theoretische und empirische Evidenz findet sich beispielsweise bei T. Mayer, M. J. Melitz und G. Ottaviano, Market Size, Competition, and the Product Mix of Exporters, in: *The American Economic Review*, Bd. 104, Nr. 2, 2014, S. 495-536.

²⁹ Zu beachten ist zudem, dass Firmen, die dauerhaft exportieren, ihre Produktivität stärker steigern als nicht exportierende Unternehmen desselben Sektors.

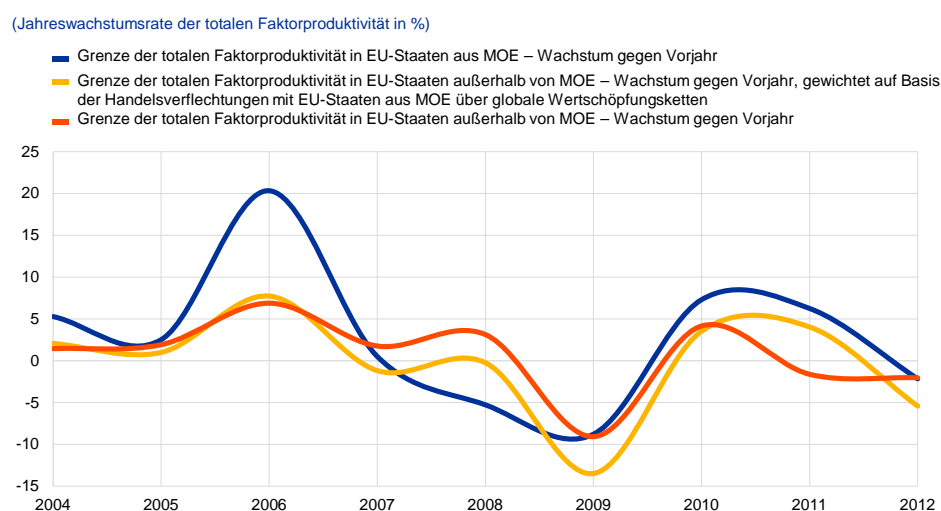
³⁰ Basierend auf einem Panel indonesischer Unternehmen zeigen Amiti und Konings, dass eine Senkung der Zölle für Vorleistungen um 10 Prozentpunkte zu einem Produktivitätszuwachs von 12 % für Firmen führt, die ihre Vorleistungsgüter importieren (siehe M. Amiti und J. Konings, Trade Liberalisation, Intermediate Inputs, and Productivity: Evidence from Indonesia, in: *The American Economic Review*, Bd. 97, Nr. 5, 2007, S. 1611-1638). Auch Topolova und Khandelwal, die sich mit der Liberalisierung des Handels in Indien befassen, finden Evidenz dafür, dass die Verfügbarkeit besserer Vorleistungsgüter infolge niedrigerer Zölle zu einer steigenden firmenspezifischen Produktivität beiträgt (siehe P. Topolova und A. Khandelwal, Trade Liberalisation and Firm Productivity: The Case of India, in: *Review of Economics and Statistics*, Bd. 93, Nr. 3, 2011, S. 995-1009).

³¹ So kommen beispielsweise Bas und Strauss-Kahn unter Verwendung eines Panels französischer Unternehmen zu dem Schluss, dass eine durchschnittliche Firma über den Beobachtungszeitraum zusätzlich vier Typen importierter Vorleistungen verwendet, was zu einem Anstieg der totalen Faktorproduktivität um 2,5 % führt. Ferner ergibt sich ihren Ergebnissen zufolge aus einer Zunahme der Anzahl importierter Arten von Vorleistungsgütern um 10 % ein Anstieg des Angebots an Ausfuhrerzeugnissen um 10,5 %, wobei für den Einfluss der totalen Faktorproduktivität kontrolliert wird (siehe M. Bas und V. Strauss-Kahn, Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France, in: *Review of World Economics*, Bd. 150, Nr. 2, 2014, S. 241-475).

Produktivitätswachstum der „national frontier firms“ in EU-Staaten außerhalb Mittel- und Osteuropas, die den erstgenannten Ländern Vorleistungsgüter liefern, entspricht („GWK-Grenze“). Interessant hierbei ist, dass die Korrelation zwischen diesen beiden Datenreihen höher ist als die Korrelation zwischen der Produktivitätsentwicklung der „national frontier firms“ in den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten und jener in EU-Staaten außerhalb dieser Region, die nicht über besondere globale Wertschöpfungsketten mit Ersteren verbunden sind (siehe Abbildung 11).³²

Abbildung 11

Produktivitätswachstum der produktivsten Unternehmen und ihrer Handelspartner in der globalen Wertschöpfungskette in 11 EU-Staaten Mittel- und Osteuropas (MOE) und 9 weiteren EU-Staaten (EU-Staaten außerhalb von MOE)



Quelle: Chiacchio et al., 2016, auf der Grundlage von CompNet- und OECD-Daten.
Anmerkung: Die Grenze der totalen Faktorproduktivität bezieht sich auf den ungewichteten Durchschnitt des jährlichen Wachstums der totalen Faktorproduktivität der obersten 20 % der produktivsten Firmen im jeweiligen Sektor mit zweistelliger Klassifizierung. Bei der Grenze der globalen Wertschöpfungskette handelt es sich um den gewichteten Durchschnitt des Wachstums der totalen Faktorproduktivität der produktivsten Firmen in den EU-Staaten außerhalb Mittel- und Osteuropas, wobei die Gewichte auf dem Anteil der importierten Vorleistungen der einzelnen auf Mittel- und Osteuropa bezogenen Land-Sektor-Paare aus den jeweiligen EU-Staaten außerhalb Mittel- und Osteuropas basieren. Zu den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten zählen Bulgarien, die Tschechische Republik, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, Slowenien und die Slowakei; zu den EU-Staaten außerhalb Mittel- und Osteuropas zählen Belgien, Dänemark, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Österreich, Portugal und Finnland.

Was nun den zweiten Kanal betrifft, durch den der Handel das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktivität stärken kann, so können Exportaktivitäten auch eine bessere Allokation von Ressourcen fördern.

Wenn die Handelskosten sinken, expandieren die produktivsten Exportunternehmen aller Wahrscheinlichkeit nach zulasten der unproduktivsten Firmen und verbessern somit die Ressourcenallokation auf Unternehmen (Erläuterungen zum theoretischen Rahmen finden sich in Kasten 1). In der empirischen Literatur findet sich auch robuste Evidenz dafür, dass eine Umverteilung von Ressourcen hin zu am internationalen Handel beteiligten Produzenten die gesamtwirtschaftliche Produktivität erhöhen kann. So wurde beispielsweise anhand von Daten des US-amerikanischen Census Bureau für den Zeitraum von 1983 bis 1992 gezeigt, dass

³² Siehe F. Chiacchio, E. Gamberoni, K. Gradeva und P. Lopez-Garcia, The post-crisis total factor productivity growth slowdown in central and eastern European countries: exploring the role of global value chains, erscheint in Kürze.

rund 40 % des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätszuwachses den steigenden Produktionsanteilen der produktiveren Exportunternehmen zuzurechnen war.³³ Auch den CompNet-Daten für 14 EU-Staaten zufolge ging in den Jahren von 1998 bis 2011 eine Zunahme der Exportnachfrage mit einem Anstieg der totalen Produktivität im verarbeitenden Gewerbe einher, wovon wiederum ungefähr ein Drittel auf die Umverteilung von Arbeitskräften innerhalb des Sektors zurückzuführen war.³⁴

3 Allokationseffizienz und gesamtwirtschaftliches Produktivitätswachstum

Neben der produktivitätssteigernden Wirkung des Handels über die beiden im vorigen Abschnitt beschriebenen Kanäle hat die Heterogenität der Unternehmen weitere, direktere Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit, die hier als gesamtwirtschaftliches Produktivitätswachstum zu verstehen ist.

Bei vorhandener Firmenheterogenität hängt das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum in erheblichem Maße vom Grad der Allokationseffizienz ab.³⁵

Je größer die Streuung der Produktivitätsverteilung zwischen den Unternehmen ist, desto größer sind – ceteris paribus – die aus der Umverteilung von Ressourcen resultierenden aggregierten

Produktivitätsgewinne. Abbildung 12 zeigt, dass die Streuung innerhalb eines Sektors zwischen den Unternehmen mit der höchsten und der niedrigsten Produktivität – gemessen am Verhältnis der Produktivität der obersten 10 % der Unternehmen im Vergleich zu jener der untersten 10 % – beträchtlich größer ist als der Unterschied in der durchschnittlichen Produktivität von Firmen in den Sektoren der handelbaren und der nicht handelbaren Güter. Dies trifft auf alle Länder und Zeiträume zu.

Die Ressourcenallokation zwischen Unternehmen eines Sektors ist oftmals nicht effizient. Das am stärksten verbreitete, jedoch unvollkommene Maß für eine Fehlallokation von Ressourcen ist die Streuung der Grenzerlösproduktivität von Kapital und Arbeit (Marginal Revenue Productivity

³³ Siehe A. B. Bernard und J. B. Jensen, Exporting and Productivity in the USA, in: Oxford Review of Economic Policy, Bd. 20, Nr. 3, 2004, S. 343-357.

³⁴ Siehe A. Berthou, J. Hyun Chung, K. Manova und C. Sandoz, Productivity, Misallocation and Trade, Forschungspapier vorgestellt auf der Jahrestagung der American Economic Association, Januar 2017. Die Bedeutung des Reallokationseffekts für eine Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität über den Handel beschränkt sich nicht nur auf fortgeschrittene Volkswirtschaften. So wurde gezeigt, dass nach der Liberalisierung des Handels in Chile etwa zwei Drittel des beobachteten Anstiegs der aggregierten Produktivität einer Reallokation von den Produzenten mit der geringsten auf jene mit der höchsten Effizienz zuzuschreiben war (siehe N. Pavcnik, Trade liberalisation, exit and productivity improvement: Evidence from Chilean plants, in: Review of Economic Studies, Bd. 69, Nr. 1, 2002, S. 245-276).

³⁵ Siehe beispielsweise E. Bartelsman, J. Haltiwanger und S. Scarpetta, Measuring and analyzing cross-country differences in firm dynamics, in: T. Dunne, J. B. Bradford und M. J. Roberts (Hrsg.), Producer dynamics: New evidence from micro data, University of Chicago Press, 2009, sowie E. Bartelsman, J. Haltiwanger und S. Scarpetta, Cross-country differences in productivity: the role of allocation and selection, in: The American Economic Review, Bd. 103, Nr. 1, 2013, S. 305-334.

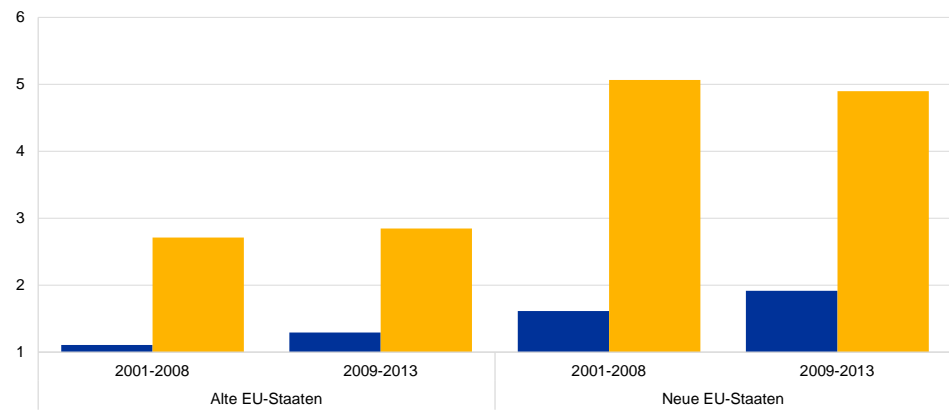
of Capital and Labour – MRPK(L)) zwischen Unternehmen.³⁶ Grundidee dieses Indikators ist folgende: Wenn Unternehmen in einem bestimmten Sektor die gleichen Grenzkosten haben, so sollten Arbeit und Kapital zwischen den Firmen fließen, bis der Grenzertrag für eine zusätzliche Einheit eines Inputfaktors unter den Unternehmen ausgeglichen ist. Verschiedene Einschränkungen, die sich auf die Inputfaktorallokation auswirken, wie etwa unterschiedlicher Zugang zu finanziellen Ressourcen oder ein divergierender Grad der Regulierung, könnten jedoch eine solche Reallokation von Ressourcen verhindern und Unternehmen somit zu einem im Vergleich zu ihrem Produktivitätsniveau suboptimalen Einsatz von Produktionsfaktoren verleiten. Dies würde dazu führen, dass die Grenzerlösproduktivität der Inputfaktoren zwischen den Unternehmen eines Sektors nicht ausgeglichen wird, was eine Streuung in der MRPK(L) zur Folge hat. Je größer die Streuung, desto höher ist auch die Fehlallokation von Inputfaktoren.

Abbildung 12

Produktivitätsunterschiede zwischen den Sektoren der handelbaren und der nicht handelbaren Güter im Vergleich zu Produktivitätsunterschieden innerhalb von Sektoren in 15 EU-Staaten

(Produktivitätsraten)

- Verhältnis der mittleren Produktivität bei den handelbaren Gütern zu jener bei den nicht handelbaren Gütern
- Verhältnis der Produktivität im 90. Perzentil zu jener im 10. Perzentil für alle Sektoren mit zweistelliger Klassifizierung



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.

Anmerkung: Nach der AMECO-Klassifikation umfassen die Sektoren der handelbaren Güter: verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Handel, Verkehr und Lagerei sowie Informations- und Kommunikationstechnik. Zu den Sektoren der nicht handelbaren Güter zählen: Baugewerbe/Bau, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen. Die Produktivitätsrate innerhalb eines Sektors für das 90. bzw. 10. Perzentil wird anhand der Anteile des Sektors an der gesamten Wertschöpfung auf Länderebene aggregiert. Die hier berücksichtigten „alten“ EU-Staaten sind Belgien, Dänemark, Frankreich, Italien, Portugal und Finnland. Zu den „neuen“ EU-Staaten zählen die Tschechische Republik, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Ungarn, Rumänien, Slowenien und die Slowakei.

³⁶ Hsieh und Klenow zeigen, dass bei Verzerrungen von Produktionsleistungen folgende Gleichung gilt: $MRPL_{si} = w_s \frac{1}{1-\tau_{Ysi}}$; dies bedeutet, dass das Grenzerlösprodukt des Faktors Arbeit des Unternehmens i nicht dem durchschnittlichen Lohn des Sektors s , in dem das Unternehmen tätig ist, entspricht (und folglich nicht dem aller anderen Unternehmen des Sektors entspricht), sondern vielmehr größer als der durchschnittliche Lohn ist. Es ist vor allem umso höher, je größer die Verzerrungen der Produktionsleistungen des Unternehmens sind. Ebenso gilt: $MRPK_{si} = r_s \frac{1+\tau_{Ksi}}{1-\tau_{Ysi}}$, d. h., das Grenzerlösprodukt des Faktors Kapital entspricht der Durchschnittsverzinsung des Sektors (bereinigt sowohl um Kapital- als auch um Produktionsverzerrungen des Unternehmens). Dies impliziert, dass auch die MRPK zwischen den Unternehmen des Sektors nicht ausgeglichen wird. Ein Standardmaß für die Streuung der MRPK(L) zwischen den Unternehmen eines Sektors ist die Standardabweichung von MRPK(L), d. h. das von Hsieh und Klenow vorgeschlagene Maß für die Fehlallokation von Kapital bzw. Arbeit (siehe C.-T. Hsieh und P. Klenow, Misallocation and manufacturing TFP in China and India, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 124, Nr. 4, 2009, S. 1403-1448).

Verschiedene empirische Studien, in denen dieser Indikator verwendet wurde, sind zu dem Ergebnis gelangt, dass die Fehlallokation von Kapital zumindest seit Anfang des neuen Jahrtausends nach oben tendiert, während die Fehlallokation des Faktors Arbeit flacher verläuft. Eine neuere, von EZB-Experten durchgeführte länderübergreifende Forschungsarbeit auf Basis von CompNet-Daten zeigt, dass die – anhand des vorgenannten Indikators gemessene – Fehlallokation von Kapital in Belgien, Spanien, Frankreich und Italien von 2002 bis 2013 durchgehend nach oben tendierte (siehe Abbildung 13).³⁷ Länderspezifische Studien zu Spanien, Italien und Portugal, die auf anderen Datenquellen beruhen, deuten auf ähnliche Ergebnisse hin.³⁸ Die Zunahme der Fehlallokation von Kapital zeigte sich insbesondere bei den Dienstleistungen. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass der Dienstleistungssektor stärker reguliert ist und weniger dem internationalen Wettbewerb unterliegt als beispielsweise das verarbeitende Gewerbe und dass er zudem mehr auf Fremdfinanzierung angewiesen und somit stärker Kreditbeschränkungen ausgesetzt ist. Die Fehlallokation von Arbeit stieg hingegen von 2002 bis 2013 weniger steil an oder ging im Fall von Spanien nach der Krise sogar zurück (siehe Abbildung 14). Ähnliche Tendenzen in Bezug auf die Fehlallokation von Arbeit und Kapital sind auch in EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets – beispielsweise in Mittel- und Osteuropa³⁹ – sowie in anderen entwickelten Volkswirtschaften wie den Vereinigten Staaten festzustellen.⁴⁰

³⁷ Siehe E. Gamberoni, C. Giordano und P. Lopez-Garcia, Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants, Working Paper Series der EZB, Nr. 1981, 2016. Die Studie schließt auch Deutschland mit ein und zeigt, dass die Fehlallokation von Kapital in Deutschland bis 2006 zunahm, aber in der Folge bis 2012 zurückging (wobei 2012 das letzte Jahr ist, für das Daten zu Deutschland vorliegen, was der Grund dafür ist, dass dieses Land in Abbildung 13 und 14 nicht enthalten ist). Der Rückgang in jüngerer Zeit war durch eine Abnahme der allokativen Ineffizienz in Deutschlands großem verarbeitenden Sektor bedingt, während die Fehlallokation von Kapital in den Dienstleistungssektoren weiter anstieg.

³⁸ Siehe S. Calligaris, Misallocation and Total Factor Productivity in Italy: Evidence from Firm-Level Data, in: Labour, Bd. 29, Nr. 4, 2015, S. 367-393; D. Dias, C. Robalo Marques und C. Richmond, Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis, in: Journal of Macroeconomics, Bd. 49, 2016, S. 46-70, sowie M. Garcia-Santana, E. Moral-Benito, J. Pijoan-Mas und R. Ramos, Growing like Spain: 1995-2007, CEPR Discussion Papers, Nr. 11144, Centre for Economic Policy Research, 2016.

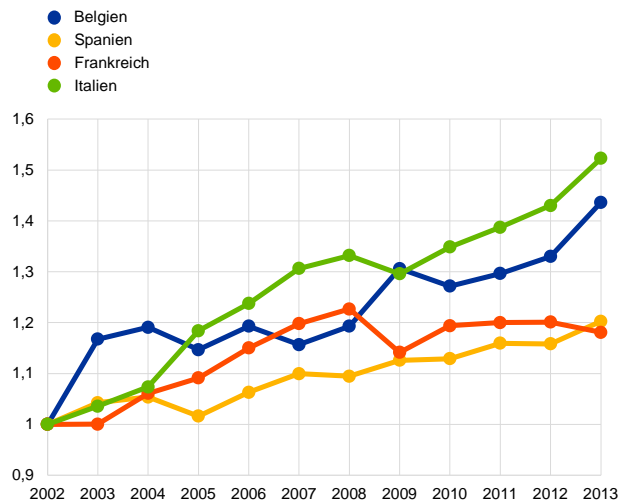
³⁹ Die einzige Ausnahme bildet die Slowakei, in der die Fehlallokation von Kapital von 2002 bis 2013 moderat zurückging.

⁴⁰ Evidenz zu EU-Staaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets findet sich bei E. Gamberoni, C. Gartner, C. Giordano und P. Lopez-Garcia, Is corruption efficiency-enhancing? A case study of nine Central and Eastern European countries, Working Paper Series der EZB, Nr. 1590, 2016. Evidenz zu den Vereinigten Staaten findet sich in: Hsieh und Klenow, a. a. O. Die letztere Studie zeigt außerdem, dass die Fehlallokation von Ressourcen in Schwellenländern wie China und Indien sehr ausgeprägt ist, aber nach unten tendiert.

Abbildung 13

Entwicklung der Fehlallokation von Kapital in Belgien, Spanien, Frankreich und Italien von 2002 bis 2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung des Grenzerlösprodukts von Kapital zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors; 2002=1)

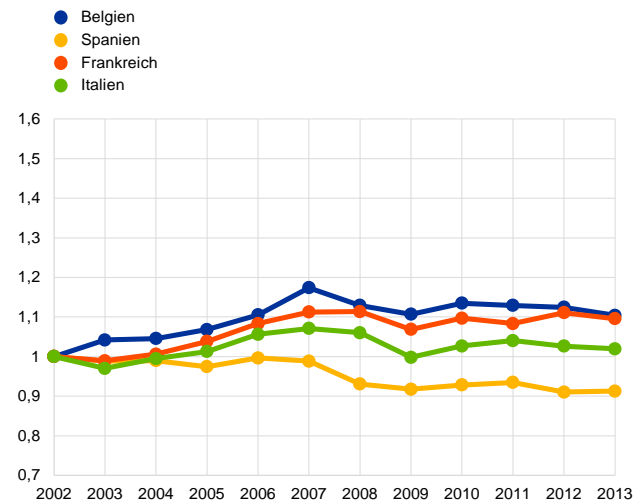


Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.

Abbildung 14

Entwicklung der Fehlallokation von Arbeit in Belgien, Spanien, Frankreich und Italien von 2002 bis 2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung des Grenzerlösprodukts von Arbeit zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors; 2002=1)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten.

Wenngleich die Faktoren, die diesen Trends zugrunde liegen, nicht eindeutig abgrenzbar sind, lassen mehrere Studien erkennen, dass länder- und sektorbezogene Unterschiede bei der Fehlallokation von Kapital und Arbeit mit der Regulierung von Güter- und Arbeitsmärkten in Zusammenhang stehen. Bei hohen Zugangsbarrieren können unproduktive Unternehmen leichter überleben und so produktive Ressourcen halten, die ansonsten auf die effizientesten Unternehmen in einem bestimmten Sektor verlagert werden könnten.⁴¹ Darüber hinaus kann eine zu strikte Arbeitsmarktregulierung Unternehmen daran hindern, ihre Beschäftigtenzahl auf ein optimales Niveau zu bringen, vor allem in Sektoren, die aufgrund ihrer technologischen Merkmale eine hohe natürliche Fluktuation bei den Mitarbeitern, d. h. fortlaufende Neueinstellungen zum Ersatz von Abgängen, aufweisen.⁴² In Abbildung 15 wird dies für Belgien, Spanien, Frankreich und Italien aufgezeigt. In dieser Abbildung werden Land-Sektor-Kombinationen für jedes einzelne Jahr in zwei Gruppen eingeteilt, je nachdem, ob der Grad der Regulierung, dem sie ausgesetzt sind, über oder unter dem Median des Regulierungsindikators aller berücksichtigten Länder und Sektoren liegt; hieraus ergibt sich eine Gruppe mit strikterer und eine mit lockererer Regulierung. Der Indikator für die Faktorfehlallokation wird für beide Untergruppen der Land-Sektor-Kombinationen

⁴¹ Siehe beispielsweise D. Andrews und F. Cingano, Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries, in: Economic Policy, Bd. 29, Nr. 78, 2014, S. 253-296, sowie D. Restuccia und R. Rogerson, Misallocation and productivity, in: Review of Economic Dynamics, Bd. 16, Nr. 1, 2013, S. 1-10.

⁴² Siehe J. Haltiwanger, S. Scarpetta und H. Schweiger, Cross country differences in job reallocation: the role of industry, firm size and regulations, in: Labour Economics, Bd. 26, 2014, S. 11-25, sowie E. J. Bartelsman, P. A. Gautier und J. de Wind, Employment protection, technology choice, and worker allocation, DNB Working Papers, Nr. 295, De Nederlandsche Bank, 2011.

berechnet. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Fehlallokation von Kapital nach der Krise in den Land-Sektor-Kombinationen mit flexiblerer Gütermarktregulierung (z. B. verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe/Bau und Vertrieb) aufgrund des Marktaustritts weniger produktiver Unternehmen und der Expansion produktiverer Firmen zurückging. In Land-Sektor-Kombinationen mit einer strikteren Regulierung hatte die Krise hingegen keine vergleichbare reinigende Wirkung.

Es wurde auch ein Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Fehlallokation von Kapital und Nachfrageunsicherheit sowie Kreditmarktfriktionen festgestellt.

Es hat sich gezeigt, dass nicht nur die Gütermarktregulierung, sondern auch die Nachfrageunsicherheit⁴³ stark mit den beobachteten Veränderungen bei der Fehlallokation von Kapital korreliert, wie in Abbildung 16 anhand derselben Methodik und unter Bezugnahme auf dieselben Länder des Euro-Währungsgebiets wie in der Abbildung zuvor dargestellt wird. Während weithin bekannt ist, dass Nachfrageunsicherheit Investitionen hemmt, zeigen empirische Belege aus jüngerer Zeit, dass sie sich auch auf die Allokation von Kapital zwischen Unternehmen und somit auf die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsdynamik auswirken könnte. Eine erhöhte Unsicherheit kann dazu führen, dass alle Unternehmen eine eher abwartende Haltung einnehmen: Firmen mit hoher Produktivität expandieren nicht, und Firmen mit niedriger Produktivität verkleinern sich nicht, was eine effizienzsteigernde Reallokation behindert und zu einer höheren Fehlallokation von Ressourcen führt.⁴⁴ Darüber hinaus senkt eine höhere Unsicherheit tendenziell den Produktivitätszuwachs von Unternehmen, die vergleichsweise stärker von Fremdfinanzierung abhängen (in der Regel gilt das für kleine Unternehmen). Dies erfolgt unabhängig von ihrem Produktivitätsniveau, was zu einer ineffizienteren Allokation von Inputfaktoren führen könnte.⁴⁵ Auch Kreditmarktfriktionen stehen mit einem Anstieg der Fehlallokation von Kapital in Verbindung. In Land-Sektor-Kombinationen mit über dem Median liegenden Kreditkosten (siehe Abbildung 17) und strikteren Kreditrichtlinien (siehe Abbildung 18) nahm die Fehlallokation von Kapital über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg wesentlich stärker zu als in Land-Sektor-Kombinationen mit niedrigeren Kreditkosten und weniger strikten Kreditrichtlinien. Dies stützt die These, dass Finanzmarktfriktionen produktive Unternehmen daran hindern könnten, die für eine Expansion erforderlichen Ressourcen zu erlangen,

⁴³ Die Nachfrageunsicherheit wird hier gemessen als Streuung der Erwartungen von Unternehmen, die an den monatlichen Branchenumfragen der Europäischen Kommission teilnehmen und hierbei (je nach Sektor) beispielsweise Auskunft geben über ihre Erwartungen in Bezug auf die Nachfrage oder den Auftragseingang in den nächsten drei Monaten oder die Produktionserwartungen für die kommenden Monate.

⁴⁴ Siehe N. Bloom, The impact of uncertainty shocks, NBER Working Papers, Nr. 13385, National Bureau of Economic Research, 2007.

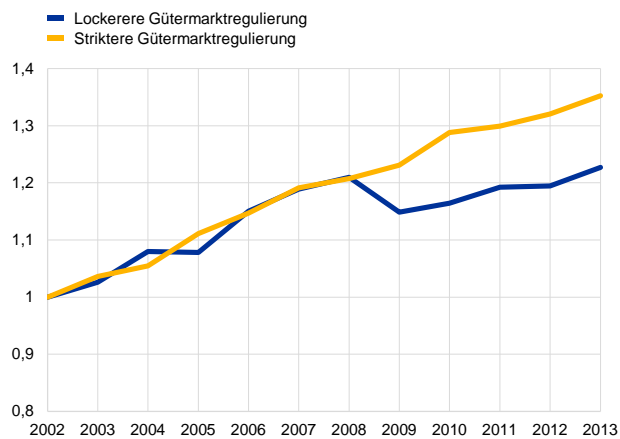
⁴⁵ Siehe S. Choi, D. Furceri, Y. Huang und P. Loungani, Aggregate uncertainty and sectoral productivity growth: The role of credit constraints, Working Paper des IWF, Nr. 174, 2016, sowie V. Ghosal und P. Loungani, The differential impact of uncertainty on investment in small and large businesses, in: The Review of Economics and Statistics, Bd. 82, Nr. 2, 2000, S. 338-343. Negative Auswirkungen von Unsicherheit auf die Kapitalallokation werden auch von Gamberoni et al., a. a. O., festgestellt.

sodass sich die Wahl der Inputfaktoren systematisch zwischen den Unternehmen aus Gründen unterscheidet, die nicht mit ihrer Produktivität zusammenhängen.⁴⁶

Abbildung 15

Entwicklung der Fehlallokation von Kapital in vier Ländern des Euroraums in Abhängigkeit vom Grad der Gütermarktregulierung, 2002-2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung des Grenzerlösprodukts des Kapitals zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors für die Land-Sektor-Kombinationen, die unter- und oberhalb des zeitvariablen Medians der Gütermarktregulierung liegen; 2002=1)

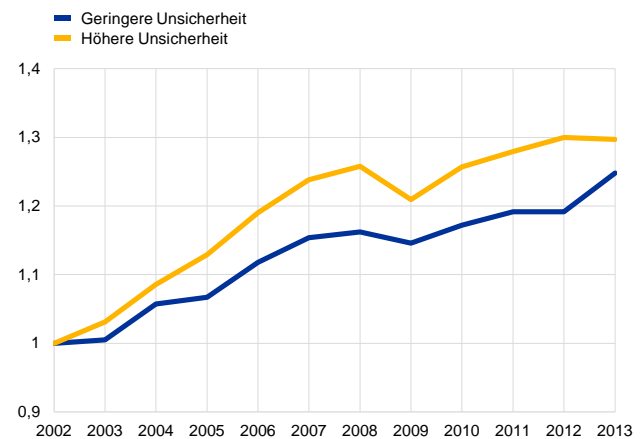


Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet- und OECD-Daten.
Anmerkung: Die betrachteten Länder sind Belgien, Spanien, Frankreich und Italien.

Abbildung 16

Entwicklung der Fehlallokation von Kapital in vier Ländern des Euroraums in Abhängigkeit von der Nachfrageunsicherheit, 2002-2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung des Grenzerlösprodukts des Kapitals zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors für die Land-Sektor-Kombinationen, die unter- und oberhalb des zeitvariablen Medians der Unsicherheit in Bezug auf die Nachfrageunsicherheit liegen; 2002=1)



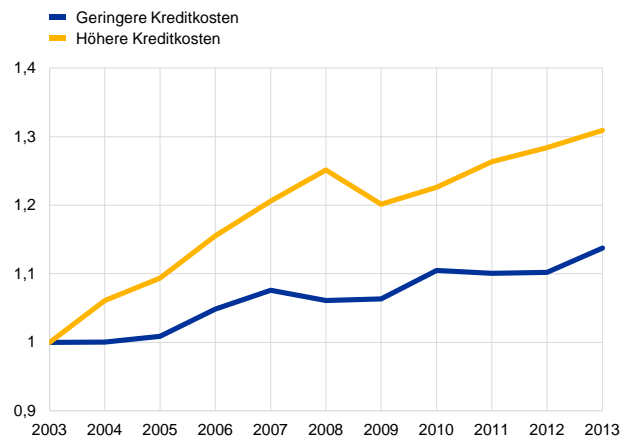
Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten und Daten der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Die betrachteten Länder sind Belgien, Spanien, Frankreich und Italien. Die Nachfrageunsicherheit wird berechnet als Streuung der nachfragebezogenen Erwartungen von Unternehmen, die an den Branchenumfragen der Europäischen Kommission teilnehmen, wie in Gamberoni et al., 2016 ausgeführt.

⁴⁶ Siehe Europäische Investitionsbank, Investment and investment finance in Europe. Financing productivity growth, 2016, S. 232-233. Die Europäische Investitionsbank merkt an, dass von einer Kreditklemme tendenziell eine stärkere negative Wirkung auf die relativ kleinen und jungen Unternehmen eines bestimmten Sektors ausgeht, die ein geringes Reinvermögen aufweisen, aber potenziell produktiver sein können. Siehe auch F. Buera, R. Fattal-Jaef und Y. Shin, Anatomy of a credit crunch: from capital to labour markets, in: Review of Economic Dynamics, Bd. 18, 2016, S. 101-117.

Abbildung 17

Entwicklung der Fehlallokation von Kapital in vier Ländern des Euroraums in Abhängigkeit von den Kreditkosten, 2003-2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung des Grenzerlösprodukts des Kapitals zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors für die Land-Sektor-Kombinationen, die unter- und oberhalb des zeitvariablen Medians der Kreditkosten liegen; 2003=1)

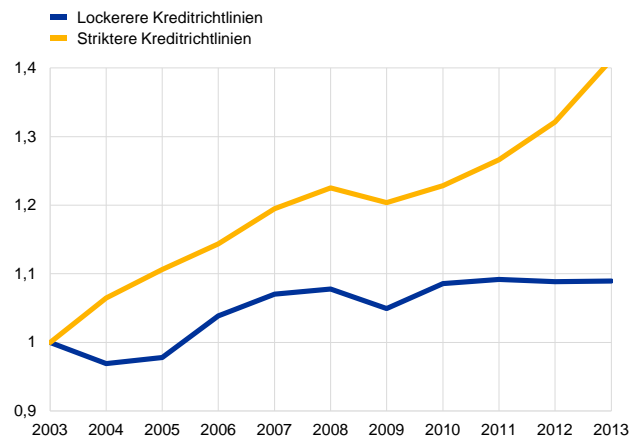


Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet- und EZB-Daten.
Anmerkung: Die betrachteten Länder sind Belgien, Spanien, Frankreich und Italien.

Abbildung 18

Entwicklung der Fehlallokation von Kapital in vier Ländern des Euroraums in Abhängigkeit von den Kreditvergabebedingungen, 2003-2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung des Grenzerlösprodukts des Kapitals zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors für die Land-Sektor-Kombinationen, die unter- und oberhalb des zeitvariablen Medians der Kreditvergabebedingungen liegen; 2003=1)



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von CompNet-Daten und Daten aus der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft.
Anmerkung: Die betrachteten Länder sind Belgien, Spanien, Frankreich und Italien. Der Kreditrichtlinienindikator ist die erste Komponente einer Hauptkomponentenanalyse auf Basis der Diffusionsindizes von fünf in der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft enthaltenen Fragen zu den Kreditrichtlinien, wie in Gamberoni et al., 2016 ausgeführt.

4 Implikationen und Handlungsempfehlungen

Eine zentrale Implikation der in diesem Aufsatz beleuchteten Heterogenität von Unternehmen ist, dass die gesamtwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit in Abhängigkeit von der Verteilung der Produktivität zwischen den Unternehmen eines einzelnen Landes schwankt. Da in der Regel nur die produktiveren Unternehmen in der Lage sind zu exportieren, wirkt sich die sektorspezifische Dichte von hochproduktiven Firmen in einem Land auf dessen außenwirtschaftliche Leistungsfähigkeit aus. Der Handel wiederum befördert das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum in einer sich selbst verstärkenden Spirale; demgegenüber würden Handelsbeschränkungen das Produktivitätswachstum verringern, und zwar aufgrund eines schwächeren Produktivitätszuwachses einzelner Firmen und einer weniger effizienten Allokation von Inputfaktoren zwischen den Unternehmen. Die Streuung der Produktivitätsverteilung zwischen den Unternehmen ist auch ausschlaggebend für die gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinne, die aus einer Reallokation von Kapital und Arbeit resultieren. Aus diesen Ergebnissen lässt sich eine Reihe allgemeiner politischer Handlungsempfehlungen ableiten, die den Staaten helfen könnten, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern.⁴⁷

⁴⁷ Die Ausarbeitung der daraus resultierenden Maßnahmen würde jedoch eine detaillierte Analyse von Institutionen, Strukturen und Rahmenbedingungen jedes einzelnen Landes erfordern, die im Rahmen des vorliegenden Aufsatzes nicht erfolgen kann.

Erstens: Maßnahmen zur Senkung der Handelskosten vergrößern den Spielraum für exportbezogene Aktivitäten und stärken die Fähigkeit der Unternehmen, zwischen Binnen- und Auslandsmärkten hin- und herzuwechseln.

Zu diesen Maßnahmen gehört unter anderem die Verringerung von tarifären und nicht tarifären Handelshemmnissen, wo dies erforderlich ist. In manchen Ländern kann es auch hilfreich sein, die Tätigkeit von Exportförderungsagenturen, die Netzwerke und Informationen für potenzielle Exporteure bereitstellen, auszuweiten und logistische und handelsbezogene Kosten der Verkehrsinfrastruktur zu senken.

Zweitens: Maßnahmen zur Unterstützung der Unternehmensproduktivität führen dazu, dass einer größeren Anzahl von Unternehmen der Zugang zu globalen Märkten erleichtert wird.

Zu möglichen Reformen zählen Forschungs- und Entwicklungsanreize, die die Verbindung zwischen (Hochschul-)Forschung und (Unternehmens-)Innovation stärken, sowie die Liberalisierung zugangsbeschränkter Berufe und bestimmter geschlossener Sektoren, was positive nachgelagerte Effekte für Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes haben kann.

Drittens: Maßnahmen zur Beseitigung von Verzerrungen, die eine produktivitätssteigernde Reallokation von Kapital und Arbeit zwischen den Unternehmen verhindern, können die aggregierte Produktivität und somit die Wettbewerbsfähigkeit beträchtlich erhöhen.

Um das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum anzuregen und die positive Wirkung des Welthandels voll auszuschöpfen, sind Strukturreformen geboten, die Hemmnisse bei der Verlagerung der Produktionsfaktoren von den Firmen mit der geringsten Produktivität zu jenen mit der höchsten Produktivität beseitigen sollen. Nachfolgend sind Beispiele von Maßnahmen zur Steigerung der Allokationseffizienz aufgeführt.

a) Maßnahmen in Bezug auf die Gütermärkte: Verringerung der Markteintrittsbarrieren für Unternehmen und Förderung der Gründung innovativer Start-up-Firmen, Verbesserung der Konkursbestimmungen, um den Marktaustritt unproduktiver Firmen zu erleichtern, Beseitigung von Hemmnissen, die Unternehmen daran hindern, ihre optimale Größe zu erreichen (wie etwa Neufassung größenabhängiger Vorschriften, die negative Anreizwirkungen oberhalb einer bestimmten Beschäftigtenzahl haben), und die Erzielung weiterer Fortschritte bei der Schaffung eines voll entwickelten EU-Binnenmarktes für Dienstleistungen,

b) Maßnahmen in Bezug auf die Arbeitsmärkte: Vermeidung von übermäßig restriktiven Kündigungsschutzbestimmungen, die Unternehmen daran hindern, ihre optimale Beschäftigtenzahl zu erreichen, Schaffung von Anreizen für Arbeitsmobilität (sowohl innerhalb der betreffenden Länder als auch der EU) und Stärkung des lebenslangen Lernens, um qualifikatorische Ungleichgewichte zu verringern,

c) Maßnahmen in Bezug auf die Kapitalmärkte: Verbesserung der Chancen kleiner und mittlerer Unternehmen an den Kapitalmärkten (beispielsweise durch Förderung von Beteiligungs- und Wagniskapitalfinanzierung) sowie Optimierung der Auswahl- und Überwachungsprozesse der Banken, um die Fälle von Zahlungsaufschüben zu verringern und die Finanzierung von „Zombiefirmen“ zu reduzieren.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20 ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet ³⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Nahrungsmittel und Energie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,3	2,6	2,2	1,3	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	.	1,6	1,8	1,0	6,7	1,7	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 Q1	0,8	0,2	0,2	0,6	1,3	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
Q2	0,7	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
Q3	0,8	0,9	0,6	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
Q4	.	0,5	0,7	0,2	1,7	0,4	1,6	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2016 Sept.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,8	1,5	1,0	-0,5	1,9	0,4
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,4	1,7	1,6	0,9	0,1	2,1	0,5
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,7	1,2	0,5	2,3	0,6
Dez.	-	-	-	-	-	-	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Febr. ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

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

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

4) Der Wert für das Euro-Währungsgebiet ist eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex					Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾				Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euro-Währungsgebiet	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 Q1	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
Q2	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
Q3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
Q4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 Sept.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
Okt.	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
Nov.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
Dez.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 Jan.	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
Febr.	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

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

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

2) Ohne Euro-Währungsgebiet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Aug.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Sept.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Okt.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Dez.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Jan.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Febr.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euro-Währungsgebiet ^{1), 2)}					Euro-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
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Aug.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Sept.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Okt.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Dez.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Jan.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Febr.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Aug.	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Sept.	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Okt.	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Nov.	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Dez.	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Jan.	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Febr.	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Febr.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19
März	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
April	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
Mai	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Juni	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
Juli	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Aug.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Sept.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Okt.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
Dez.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78
2017 Jan. ^(p)	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3) Beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.

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

	Einlagen			Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016 Febr.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03
März	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
April	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
Juni	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
Juli	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Sept.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
Okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
Dez.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Jan. ^(p)	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80

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															
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34	
2016	1 241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33	
2016 Aug.	1 301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27	
Sept.	1 315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36	
Okt.	1 291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37	
Nov.	1 304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26	
Dez.	1 241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25	
2017 Jan.	1 273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41	
Langfristig															
2014	15 135	4 050	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10	
2015	15 242	3 783	3 285	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9	
2016	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	207	59	45	.	17	77	9	
2016 Aug.	15 167	3 696	3 125	.	1 078	6 629	640	99	32	17	.	3	42	5	
Sept.	15 184	3 677	3 141	.	1 097	6 630	638	217	52	46	.	29	84	7	
Okt.	15 214	3 673	3 169	.	1 103	6 618	651	239	56	61	.	22	82	18	
Nov.	15 276	3 666	3 177	.	1 129	6 653	652	216	43	64	.	26	76	7	
Dez.	15 255	3 645	3 191	.	1 133	6 635	651	156	45	71	.	13	25	2	
2017 Jan.	15 311	3 647	3 203	.	1 135	6 679	648	287	94	62	.	15	107	9	

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte				
			FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2014	16 455,1	4 593,1	3 297,3	.	1 048,8	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 520,7	4 300,6	3 441,5	.	1 116,6	6 960,0	702,1	6 744,7	586,1	910,5	5 248,1
2016	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2016 Aug.	16 468,4	4 221,7	3 276,1	.	1 148,3	7 112,6	709,7	6 535,7	444,7	880,6	5 210,3
Sept.	16 498,3	4 216,3	3 289,9	.	1 165,9	7 122,3	703,9	6 593,0	427,5	877,3	5 288,2
Okt.	16 504,4	4 203,1	3 307,7	.	1 174,4	7 101,5	717,6	6 665,7	479,2	912,2	5 274,4
Nov.	16 579,9	4 203,0	3 321,6	.	1 198,8	7 140,0	716,4	6 651,0	482,3	957,1	5 211,6
Dez.	16 496,0	4 165,6	3 324,7	.	1 192,2	7 100,2	713,3	7 029,1	538,7	1 022,8	5 467,6
2017 Jan.	16 583,7	4 183,7	3 336,8	.	1 205,8	7 147,5	709,9	7 015,2	542,3	1 020,9	5 452,0
Wachstumsraten											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Aug.	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6
Sept.	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Okt.	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7
Nov.	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5
Dez.	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Jan.	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	.	.	.	110,4	90,0
2016 Q1	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
Q2	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
Q3	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
Q4	94,9	90,2	91,1	.	.	.	110,0	89,6
2016 Sept.	95,4	90,6	91,8	-	-	-	110,9	90,3
Okt.	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
Nov.	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
Dez.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Jan.	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Febr.	93,9	89,2	89,8	-	-	-	108,8	88,3
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2017 Febr.	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,9
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2017 Febr.	-0,9	-0,8	-2,0	-	-	-	-2,2	-2,8

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-18-Gruppe von Handelspartnern verfügbar.

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 Q1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
Q2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
Q3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
Q4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 Sept.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
Okt.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Dez.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Jan.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Febr.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2017 Febr.	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2017 Febr.	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2015 Q4	22 234,9	23 309,5	-1 074,5	9 813,6	8 082,4	7 175,8	10 301,2	-44,6	4 645,8	4 925,9	644,2	13 003,5
2016 Q1	22 100,4	23 177,4	-1 077,0	9 675,5	7 997,6	7 111,3	10 108,7	-21,8	4 660,0	5 071,1	675,3	13 236,7
Q2	22 655,4	23 592,2	-936,9	9 808,6	8 199,1	7 428,4	10 144,1	-54,0	4 750,5	5 249,0	721,8	13 379,8
Q3	22 850,8	23 717,5	-866,6	9 746,7	8 053,4	7 689,8	10 288,3	-49,2	4 736,5	5 375,8	727,0	13 362,6
Bestände in % des BIP												
2016 Q3	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2
Transaktionen												
2016 Q1	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-
Q2	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-
Q3	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-
Q4	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-
2016 Juli	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-
Aug.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-
Sept.	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-
Okt.	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-
Nov.	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-
Dez.	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2016 Dez.	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2016 Dez.	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag ¹⁾			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungsinsti- titionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2014	10 135,2	9 776,8	5 632,5	2 125,5	1 988,6	1 000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4 532,5	4 174,2
2015	10 459,6	9 986,9	5 743,3	2 164,6	2 066,3	1 018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4 833,4	4 360,7
2016	10 733,2	10 233,2	5 875,7	2 221,5	2 138,1	.	.	.	-2,1	500,0	4 902,6	4 402,6
2016 Q1	2 660,3	2 534,3	1 455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1 200,3	1 074,3
Q2	2 671,4	2 547,7	1 462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1 215,5	1 091,8
Q3	2 686,7	2 560,7	1 469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1 223,8	1 097,7
Q4	2 707,8	2 586,1	1 483,2	559,6	539,0	.	.	.	4,3	121,8	1 253,4	1 131,7
In % des BIP												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9	.	.	.	0,0	4,7	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q1	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
Q2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
Q3	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
Q4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	.	.	.	-	-	1,5	2,0
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6	.	.	.	-	-	2,9	3,5
2016 Q1	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
Q2	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
Q3	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
Q4	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	.	.	.	-	-	3,3	3,2
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q1	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
Q2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
Q3	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
Q4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	.	.	.	0,1	-0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5	.	.	.	-0,1	-0,1	-	-
2016 Q1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
Q2	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
Q3	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
Q4	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3	.	.	.	-0,1	0,2	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2014	9 100,9	150,0	1 777,2	461,1	1 711,3	415,4	461,5	1 044,9	979,2	1 778,7	321,5	1 034,3
2015	9 387,7	150,6	1 886,6	466,7	1 766,6	428,2	459,9	1 062,9	1 021,8	1 817,6	326,9	1 071,9
2016	9 626,0	145,8	1 923,6	486,1	1 819,8	443,0	451,6	1 090,2	1 063,8	1 865,8	336,4	1 107,1
2016 Q1	2 387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5	273,4
Q2	2 396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8	275,5
Q3	2 409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1	277,5
Q4	2 426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6	281,0
In % der Wertschöpfung												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q1	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5	0,2
Q2	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1	0,5
Q3	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5
Q4	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0	3,2
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2	2,6
2016 Q1	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
Q2	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
Q3	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
Q4	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3	1,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q1	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q2	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q3	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q4	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	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	Bauwerke	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1
2015 Q4	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6
2016 Q1	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9
Q2	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6
Q3	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1
2015 Q4	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6
2016 Q1	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1
Q2	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8
Q3	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0
2015 Q4	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
2016 Q1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8
Q2	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2
Q3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7
2016 Q1	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7
Q2	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7
Q3	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6
Q4	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7
2016 Aug.	-	-	16,153	9,9	-	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	-
Sept.	-	-	16,042	9,9	-	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	-
Okt.	-	-	15,860	9,8	-	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	-
Nov.	-	-	15,802	9,7	-	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	-
Dez.	-	-	15,676	9,6	-	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	-
2017 Jan.	-	-	15,620	9,6	-	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	-

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 %													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2
2016 Q1	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5
Q2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5
Q3	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5
Q4	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0
2016 Aug.	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9
Sept.	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4
Okt.	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2
Nov.	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5
Dez.	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2016 Aug.	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6
Sept.	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1
Okt.	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9
Nov.	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4
Dez.	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 Q1	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
Q2	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
Q3	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 Sept.	104,8	-1,8	-	-8,2	-15,7	0,5	9,9	-	52,6	53,8	52,2	52,6
Okt.	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
Nov.	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
Dez.	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Jan.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Febr.	108,0	1,3	-	-6,2	-10,3	1,9	13,8	-	55,4	57,3	55,5	56,0

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 Q4	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 Q1	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
Q2	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
Q3	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettoszunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden).

Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen 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	
2016 Q1	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
Q2	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
Q3	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
Q4	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016 Juli	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
Aug.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
Sept.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
Okt.	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
Nov.	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
Dez.	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2016 Dez.	3 576,3	3 211,7	364,7	2 100,1	1 727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2016 Dez.	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	0,3

1) Nicht saisonbereinigt.

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

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q1	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4
Q2	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4
Q3	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7
Q4	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.
2016 Juli	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0
Aug.	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4
Sept.	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4
Okt.	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6
Nov.	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4
Dez.	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q1	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7
Q2	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2
Q3	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Juni	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0
Juli	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4
Aug.	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8
Sept.	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2
Okt.	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5
Nov.	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2017)	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 Q1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
Q2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0
Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3
Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2016 Sept.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
Okt.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3
Dez.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 Jan.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Febr. ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusammen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohn- ungsmieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2017)	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 Q1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
Q2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
Q3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
Q4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2016 Sept.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3
Okt.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
Nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
Dez.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2
2017 Jan.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
Febr. ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Serien für das Euro-Währungsgebiet zu veröffentlichen (siehe EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3/2016 – www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2016/2016_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile).

3) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe									Energie	Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ¹⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ¹⁾
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie									
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	.	.	.
2016 Q1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8
Q2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5
Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4	.
Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	.	.	.
2016 Aug.	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-
Sept.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
Okt.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
Nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
Dez.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	-	-	-
2017 Jan.	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	-	-	-

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

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insgesamt (saison- bereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben 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	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q1	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
Q2	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
Q3	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
Q4	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

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

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

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Binnennachfrage im Zeitraum 2009-2011.

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 Q1	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0
Q2	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
Q3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
Q4	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2016 Sept.	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0
Okt.	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7
Nov.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Dez.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Jan.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
Febr.	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1
2015 Q4	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3
2016 Q1	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5
Q2	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3
Q3	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1
2015 Q4	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1
2016 Q1	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5
Q2	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9
Q3	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0
2015 Q4	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2
2016 Q1	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0
Q2	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4
Q3	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2
2015 Q4	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2
2016 Q1	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4
Q2	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8
Q3	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0
2015 Q4	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2
2016 Q1	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2
Q2	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6
Q3	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2			11	12	
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte		Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	7	8	9	10				
	Bestände											
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 149,8	3 731,5	9 671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10 322,1
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 831,1
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 Q1	1 049,6	5 711,9	6 761,6	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10 993,1
Q2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11 119,4
Q3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Q4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2016 Aug.	1 061,5	5 922,6	6 984,1	1 393,0	2 173,9	3 566,9	10 551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11 213,1
Sept.	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Okt.	1 072,4	5 981,7	7 054,1	1 361,2	2 175,0	3 536,2	10 590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11 259,8
Nov.	1 075,2	6 069,9	7 145,1	1 350,4	2 171,9	3 522,4	10 667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11 344,7
Dez.	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11 374,7
2017 Jan. ^(p)	1 081,8	6 156,0	7 237,9	1 329,6	2 178,3	3 507,9	10 745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11 436,4
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 Q1	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
Q2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
Q3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
Q4	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 Aug.	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
Sept.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
Okt.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
Nov.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
Dez.	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 Jan. ^(p)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
	Wachstumsraten											
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Q1	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
Q2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Q4	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 Aug.	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
Sept.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
Okt.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
Nov.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
Dez.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 Jan. ^(p)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

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				11	12	13
Bestände														
2014	1 845,1	1 349,1	365,1	111,6	19,4	5 557,7	2 749,5	812,1	1 993,2	2,8	865,5	222,2	332,9	
2015	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	970,1	225,8	364,7	
2016	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6	
2016 Q1	1 984,8	1 536,6	322,7	116,0	9,4	5 829,7	3 137,1	693,6	1 996,3	2,7	973,7	218,9	375,9	
Q2	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	978,0	210,7	379,9	
Q3	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3	
Q4	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6	
2016 Aug.	2 032,2	1 596,3	310,1	117,0	8,7	5 960,8	3 277,2	677,6	2 003,2	2,8	979,4	213,4	386,0	
Sept.	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3	
Okt.	2 037,3	1 604,6	307,6	118,1	7,0	6 001,8	3 334,4	660,0	2 004,6	2,8	953,4	206,5	393,2	
Nov.	2 064,6	1 634,0	305,1	117,1	8,5	6 029,6	3 372,2	652,0	2 002,9	2,5	981,1	206,3	383,1	
Dez.	2 056,1	1 636,7	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 000,7	196,5	380,6	
2017 Jan. ^(p)	2 099,4	1 677,3	299,1	116,0	7,0	6 087,9	3 438,5	636,1	2 010,7	2,7	962,6	194,5	394,5	
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0	
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3	
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1	
2016 Q1	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1	
Q2	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7	
Q3	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2	
Q4	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9	
2016 Aug.	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2	
Sept.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2	
Okt.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5	
Nov.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1	
Dez.	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4	
2017 Jan. ^(p)	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0	
Wachstumsraten														
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0	
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1	
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7	
2016 Q1	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3	
Q2	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3	
Q3	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7	
Q4	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7	
2016 Aug.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9	
Sept.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7	
Okt.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8	
Nov.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1	
Dez.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7	
2017 Jan. ^(p)	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0	

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								Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen			
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾	An Versicherungs-gesellschaften und Pensions-einrichtungen				
											Bereinigte Kredite ²⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,8	10 454,5	10 726,7	4 299,6	5 200,7	825,1	129,0	1 280,0	770,3	
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,3	
2016	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2	
2016 Q1	4 053,6	1 115,9	2 924,6	12 629,6	10 561,2	10 824,5	4 288,8	5 338,9	824,8	108,8	1 312,2	756,2	
Q2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 297,1	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4	
Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5	
Q4	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2	
2016 Aug.	4 255,8	1 107,7	3 134,8	12 744,2	10 602,0	10 907,7	4 296,1	5 366,0	829,4	110,5	1 364,5	777,7	
Sept.	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5	
Okt.	4 291,1	1 099,6	3 178,1	12 810,3	10 656,5	10 956,9	4 302,9	5 388,3	850,8	114,5	1 373,1	780,7	
Nov.	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 851,3	10 699,4	10 981,8	4 321,0	5 407,2	855,3	115,9	1 379,0	772,9	
Dez.	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 846,6	10 675,2	10 982,9	4 302,2	5 409,6	851,0	112,5	1 385,2	786,2	
2017 Jan. ^(p)	4 388,3	1 087,3	3 287,3	12 882,9	10 692,5	10 988,4	4 313,0	5 422,7	842,4	114,5	1 403,2	787,2	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0	
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5	
2016	458,9	-34,9	493,7	318,1	232,2	250,8	81,7	119,0	42,7	-11,1	80,6	5,3	
2016 Q1	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0	
Q2	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6	
Q3	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1	
Q4	153,2	-20,3	173,7	80,7	60,6	61,8	19,7	34,5	3,1	3,3	17,6	2,6	
2016 Aug.	9,0	-1,5	10,5	35,7	13,3	18,2	-4,0	11,5	5,7	0,1	4,7	17,7	
Sept.	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3	
Okt.	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	30,0	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6	
Nov.	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8	
Dez.	69,0	-7,8	77,1	0,4	-10,7	11,1	-12,4	8,3	-3,2	-3,5	4,3	6,8	
2017 Jan. ^(p)	15,8	5,3	10,1	54,8	29,6	23,4	17,6	14,1	-4,2	2,1	18,7	6,5	
Wachstumsraten													
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4	
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4	
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2016 Q1	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3	
Q2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9	
Q3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8	
Q4	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2016 Aug.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5	
Sept.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8	
Okt.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5	
Nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7	
Dez.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2017 Dez. ^(p)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0	

Quelle: EZB.

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

2) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2014	4 299,6	4 253,9	1 109,8	720,7	2 469,1	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 274,5	4 257,7	1 038,4	758,5	2 477,6	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2016 Q1	4 288,8	4 261,6	1 048,5	768,6	2 471,6	5 338,9	5 659,1	602,6	3 974,9	761,4
Q2	4 297,1	4 278,6	1 040,4	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Q3	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Q4	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2016 Aug.	4 296,1	4 279,5	1 023,0	782,4	2 490,8	5 366,0	5 700,1	607,8	4 003,4	754,8
Sept.	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Okt.	4 302,9	4 288,6	1 022,9	787,3	2 492,7	5 388,3	5 712,5	612,8	4 019,3	756,2
Nov.	4 321,0	4 298,0	1 030,8	794,8	2 495,3	5 407,2	5 723,1	614,9	4 035,8	756,5
Dez.	4 302,2	4 303,0	997,8	796,4	2 508,0	5 409,6	5 726,2	616,6	4 042,7	750,3
2017 Jan. ^(p)	4 313,0	4 304,4	1 010,7	796,5	2 505,8	5 422,7	5 743,5	618,7	4 050,6	753,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,7	97,1	-17,4	45,2	54,0	119,0	110,9	23,4	105,9	-10,4
2016 Q1	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
Q2	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
Q3	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
Q4	19,7	29,7	-9,4	8,5	20,6	34,5	29,2	8,7	31,4	-5,6
2016 Aug.	-4,0	1,3	-5,9	2,2	-0,3	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
Sept.	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Okt.	16,0	11,4	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
Nov.	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
Dez.	-12,4	9,9	-29,3	0,7	16,3	8,3	8,8	2,1	10,8	-4,5
2017 Jan. ^(p)	17,6	12,3	16,0	1,3	0,3	14,1	18,9	2,4	8,1	3,7
Wachstumsraten										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 Q1	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Q2	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Q3	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Q4	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 Aug.	1,2	2,1	-3,9	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
Sept.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Okt.	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
Nov.	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
Dez.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2017 Jan. ^(p)	1,7	2,3	-1,8	5,4	2,1	2,4	2,2	4,1	2,7	-0,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2014	269,4	7 127,8	2 186,6	92,2	2 388,1	2 460,8	1 381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,4	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,0	1 331,6	277,1	205,9	135,6
2016	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2016 Q1	314,7	6 962,3	2 113,6	76,9	2 179,5	2 592,3	1 282,0	304,9	247,1	152,1
Q2	319,3	7 006,3	2 094,1	74,6	2 175,8	2 661,8	1 275,3	313,9	238,0	144,0
Q3	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1
Q4	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2016 Aug.	318,8	6 967,2	2 077,7	73,2	2 142,1	2 674,3	1 182,9	316,2	215,4	134,6
Sept.	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 171,0	309,7	209,2	129,1
Okt.	324,1	6 950,9	2 071,2	72,4	2 123,5	2 683,9	1 113,4	320,1	193,0	133,7
Nov.	296,6	6 934,5	2 061,6	71,9	2 136,6	2 664,4	1 083,9	319,7	194,7	121,3
Dez.	318,8	6 920,3	2 054,4	70,6	2 140,8	2 654,5	1 131,5	238,2	205,9	121,6
2017 Jan. ^(p)	302,9	6 871,9	2 036,9	70,0	2 127,4	2 637,6	1 120,2	219,7	176,5	106,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0
2016 Q1	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
Q2	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1
Q3	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7
Q4	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5
2016 Aug.	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4
Sept.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3
Okt.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7
Nov.	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4
Dez.	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3
2017 Jan. ^(p)	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7
Wachstumsraten										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Q1	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
Q2	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
Q3	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Q4	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Aug.	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1
Sept.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Okt.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
Nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
Dez.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Jan. ^(p)	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 Q4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 Q1	-1,9	.	.	.	.	0,4
Q2	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q3	-1,7	.	.	.	.	0,5

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes der WWU	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1
2015 Q4	90,4	2,8	16,2	71,4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Q1	91,3	2,7	16,1	72,4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	91,2	2,7	16,0	72,6	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	90,1	2,7	15,6	71,8	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Wachstum/Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0	
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6	
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5	
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3	
2015 Q4	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2	
2016 Q1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	
Q2	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0	
Q3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,5	

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

1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).

2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 Q4	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Q1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
Q2	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Q3	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Aug.	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Sept.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Okt.	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Nov.	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Dez.	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Jan.	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

2) Ohne Berücksichtigung künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen und vorzeitiger Tilgungen.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 Q4	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2016 Q1	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2	
Q2	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2	
Q3	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9	
Verschuldung										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 Q4	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9	
2016 Q1	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9	
Q2	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6	
Q3	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 Q4	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2016 Q1	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6	-2,0
Q2	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5	-2,2
Q3	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3	-2,1
Verschuldung										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 Q4	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9	63,6
2016 Q1	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8	64,2
Q2	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9	61,6
Q3	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7	61,6

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2017

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland

Telefon +49 69 1344 0

Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 8. März 2017.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)

EU-Katalognummer QB-BP-17-002-DE-N (Online-Version)