



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2017



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	12
3 Konjunkturentwicklung	17
4 Preise und Kosten	24
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	29
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	36
Kästen	39
1 Bewertung der jüngsten Entwicklung globaler Risiken	39
2 Umsetzung und Wirkung des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors	43
3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 25. Januar bis zum 2. Mai 2017	50
4 Jüngste Entwicklung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets	56
5 Verschuldung und Schuldenabbau des privaten Sektors in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	61
6 Welche Sektoren veräußerten die vom Eurosystem angekauften Staatsschuldverschreibungen?	68
7 Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2017	73
8 Der Fiskalpakt: Überprüfung durch die Europäische Kommission und weiteres Vorgehen	77
Aufsatz	81
1 Binnenwirtschaftliche und globale Antriebskräfte der Teuerung im Euro-Währungsgebiet	81
Statistik	110

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 8. Juni 2017 zu dem Schluss, dass es nach wie vor eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaut und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung Ende April verfügbare Informationen bestätigen, dass die konjunkturelle Dynamik im Euro-Währungsgebiet zugenommen hat. Entsprechend wird für die Wirtschaft im Euroraum ein etwas schnelleres Wachstum als zuvor erwartet projiziert. Gemäß der Einschätzung des EZB-Rats sind die Risiken für die Wachstumsaussichten nun weitgehend ausgewogen. Vor diesem Hintergrund ist es zunehmend unwahrscheinlich geworden, dass sehr adverse Szenarios bezüglich der Aussichten für die Preisstabilität eintreten, zumal sich die Deflationsrisiken im Großen und Ganzen verflüchtigt haben. Aus diesem Grund kam der EZB-Rat überein, den Verweis auf möglicherweise weiter sinkende Zinsen aus seiner Forward Guidance zu den Leitzinsen zu streichen. Zugleich hat sich der Konjunkturaufschwung noch nicht in einer stärkeren Inflationsdynamik niedergeschlagen. Bislang sind die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiterhin verhalten und lassen noch keinen überzeugenden Aufwärtstrend erkennen. Deshalb ist die Beibehaltung des sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung nach wie vor angemessen.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 8. Juni 2017

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 zu gewährleisten. Dies zeigt sich an den weiter überaus niedrigen Zinssätzen der Banken. Zugleich wirken sich die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen noch immer sehr förderlich auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte, auf den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln und somit auf die Kreditströme im gesamten Euroraum aus. Das robuste Wachstum der weit gefassten Geldmenge setzt sich fort, und die seit Anfang 2014 verzeichnete Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor schreitet voran.

Der aktuelle Konjunkturaufschwung im Eurogebiet erweist sich als zunehmend robust und hat sektor- und länderübergreifend an Breite gewonnen. Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets legte im ersten Jahresviertel 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zu, verglichen mit 0,5 % im letzten Jahresviertel 2016.

Kurzfristindikatoren wie etwa Umfrageergebnisse lassen weiterhin auf ein kräftiges Wachstum in naher Zukunft schließen. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB hat auch den Prozess des Verschuldungsabbaus erleichtert und dürfte die Binnennachfrage nach wie vor unterstützen. Insbesondere die Erholung der Investitionstätigkeit basiert noch immer auf den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und der besseren Ertragslage der Unternehmen. Der Beschäftigungszuwachs, der auch durch vorangegangene Arbeitsmarktreformen begünstigt wird, stützt das real verfügbare Einkommen und die privaten Konsumausgaben.

Der Konjunktur im Eurogebiet kommt überdies die nachhaltige Erholung der Weltwirtschaft zugute. Das Wachstum des Welthandels hat in den vergangenen Monaten deutlich zugelegt, wobei hier unter anderem die wirtschaftliche Belebung in den Schwellenländern positive Wirkung zeigte. Allerdings werden die Wachstumsaussichten der Euro-Länder weiterhin durch die insbesondere an den Gütermärkten schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren getrübt, wenngleich derzeit Verbesserungen zu verzeichnen sind.

In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2017, die Ende Mai fertiggestellt wurden und auf der Annahme einer vollständigen Umsetzung aller geldpolitischen Maßnahmen der EZB beruhen, gehen die Experten des Eurosystems davon aus, dass das jährliche reale BIP 2017 um 1,9 %, 2018 um 1,8 % und 2019 um 1,7 % steigen wird. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten der EZB vom März 2017 wurde damit der Ausblick für das Wachstum des realen BIP über den Projektionszeitraum hinweg nach oben korrigiert. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets werden als weitgehend ausgewogen erachtet. Einerseits erhöht die derzeitige positive Konjunkturdynamik die Wahrscheinlichkeit, dass der Aufschwung stärker als erwartet ausfällt. Andererseits bestehen nach wie vor Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Mai bei 1,4 % nach 1,9 % im April und 1,5 % im März. Die jüngste Volatilität der Inflationsraten war erwartungsgemäß vor allem auf die Energiepreise und einen vorübergehenden Anstieg der Dienstleistungspreise über Ostern zurückzuführen. Die Gesamtinflation stabilisierte sich infolge des in letzter Zeit verzeichneten Ölpreisrückgangs weltweit. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte sich die Gesamtteuerung im Euroraum in den nächsten Monaten etwa auf dem aktuellen Niveau halten.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weisen nach wie vor niedrige Werte auf und lassen bislang überzeugende Anzeichen eines Anstiegs vermissen, da ungenutzte Ressourcen die inländische Lohn- und Preisbildung weiterhin belasten. Die zugrunde liegende Inflation dürfte, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und der damit verbundenen allmählichen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung, mittelfristig nur langsam zunehmen.

Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2017 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2017 auf 1,5 %, 2018 auf 1,3 % und 2019 auf 1,6 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 wurden die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation nach unten korrigiert, was hauptsächlich dem Ölpreistrückgang geschuldet ist.

Das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich im Projektionszeitraum (2017-2019) – vornehmlich aufgrund der sich verbessernden Konjunkturlage und sinkender Zinsausgaben – weiter verringern. Der fiskalische Kurs im Euroraum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2017-2019 insgesamt weitgehend neutral ausfallen. Die noch immer hohe gesamtsstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet dürfte weiter sinken. Für Länder mit hohen öffentlichen Schuldenständen wäre es vorteilhaft, zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen zu unternehmen, um einen nachhaltigen Rückgang ihrer Schuldenquote einzuleiten.

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 nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Der EZB-Rat beschloss, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und geht davon aus, dass diese für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen Niveau bleiben werden. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen soll 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 gemäß dem APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt. Zudem bekräftigte der EZB-Rat, dass er – sollten sich die Aussichten eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen – bereit sei, das Programm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Ungeachtet einer vorübergehenden Verlangsamung des globalen BIP-Wachstums im ersten Quartal 2017 hat sich die positive weltwirtschaftliche Dynamik in den ersten Monaten des Jahres fortgesetzt. Der Welthandel gewann merklich an Schwung, insbesondere weil sich der Handel in den Schwellenländern belebte. Die Teuerung weltweit hat sich angesichts der Tatsache, dass die Effekte früherer Rohstoffpreiserhöhungen nun auslaufen, in den vergangenen Monaten stabilisiert. Allerdings sind die Ölnotierungen in den letzten Wochen gesunken und dürften dazu beitragen, die globalen Inflationsraten auf kurze Sicht zu dämpfen.

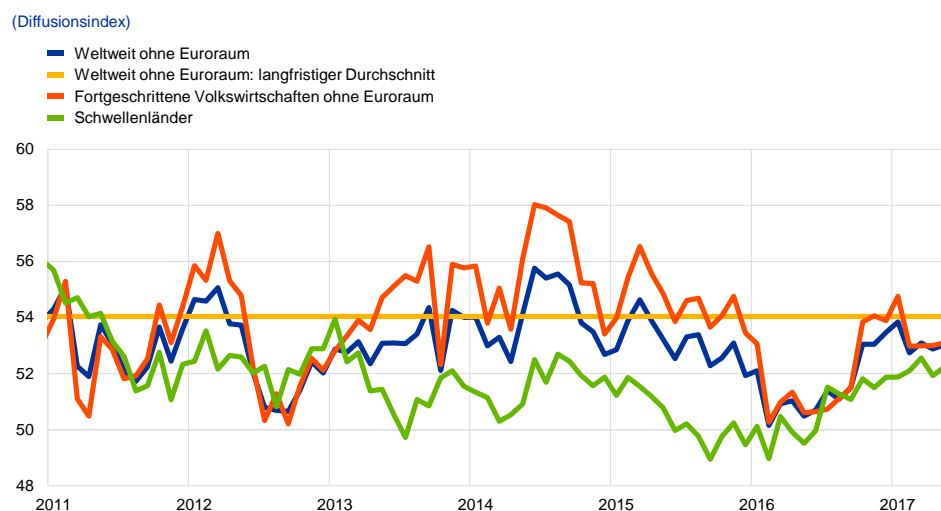
Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Ungeachtet einer vorübergehenden Verlangsamung des globalen BIP-Wachstums im ersten Quartal 2017 hat sich die positive weltwirtschaftliche Dynamik zu Jahresbeginn fortgesetzt. In den Vereinigten Staaten legte das BIP im Quartalsvergleich nur noch um 0,3 % zu, was vor allem geringeren Konsumausgaben und einem starken Rückgang der Vorratsinvestitionen zuzuschreiben war. Auch im Vereinigten Königreich nahm das BIP langsamer zu, da die nach der Abwertung des Pfund Sterling gestiegene Inflation die realen Einkommen und die Ausgaben der privaten Haushalte belastete. In China stand der Rückgang des BIP-Wachstums auf 1,3 % gegenüber dem Vorquartal in einem gewissen Widerspruch zu den optimistischer stimmenden Kurzfristindikatoren. Dagegen erhöhte sich das BIP sowohl in Russland als auch in Brasilien wieder kräftig, da beide Länder die Rezession hinter sich lassen konnten. In Indien belebte sich die Wirtschaftstätigkeit unterdessen vor dem Hintergrund der nachlassenden Demonetisierungseffekte.

Umfrageindikatoren lassen darauf schließen, dass sich das Weltwirtschaftswachstum auf kurze Sicht erholen wird. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) ohne Euro-Währungsgebiet lag im Mai weitgehend unverändert etwas unter dem langfristigen Durchschnitt und wies damit international auf eine anhaltend moderate Konjunkturbelebung hin (siehe Abbildung 1). Umfragen zur wirtschaftlichen Einschätzung zeugen von einer positiven Grundstimmung, wobei das Verbrauchervertrauen in den OECD-Ländern in die Nähe des Vorkrisenniveaus gestiegen ist und sich auch bei den Unternehmern ein zunehmendes Vertrauen bemerkbar macht.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2017. Der langfristige Durchschnitt erstreckt sich über den Zeitraum von Januar 1999 bis Mai 2017.

Die Entwicklung an den Finanzmärkten steht im Zeichen der Erwartung, dass sich das Weltwirtschaftswachstum auf kurze Sicht beschleunigen wird.

Nachdem die internationalen Aktienmärkte und die Renditen langfristiger Anleihen nach der Wahl in den Vereinigten Staaten kräftig angezogen hatten, waren sie im April und Anfang Mai rückläufig, weil die Anleger befürchteten, dass die neue Regierung ihre politischen Zusagen nicht würde umsetzen können. Nach der Präsidentschaftswahl in Frankreich erholten sich die internationalen Märkte jedoch spürbar. Insgesamt konnten sich die Finanzmärkte bei geringer Risikoaversion gut behaupten. Die Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern profitieren ebenfalls von der erwarteten Aufhellung der globalen Wachstumsaussichten, und auch die Kapitalströme in diese Volkswirtschaften haben sich erholt.

Die geldpolitische Ausrichtung ist nach wie vor akkommodierend. Während andere wichtige Zentralbanken ihren akkommodierenden Kurs beibehalten dürften, erwarten die Marktteilnehmer nach wie vor, dass die geldpolitische Straffung in den Vereinigten Staaten nur sehr allmählich erfolgen wird. In China haben sich die Finanzierungsbedingungen verschärft, da die People's Bank of China die Interbankensätze in dem Bestreben an hob, die risikoreicheren Kredite kleiner Banken und Nichtbanken einzudämmen. Die Referenzsätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen blieben indes unverändert, was darauf hinweist, dass sich die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen bislang in überschaubaren Grenzen halten.

Was die weitere Entwicklung anbelangt, so dürfte die Weltkonjunktur im Gefolge einer kurzfristigen Belebung schrittweise anziehen. Die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind durch ein moderates Wachstum geprägt, das von anhaltenden geld- und finanzpolitischen Impulsen getragen wird, während die konjunkturelle Erholung voranschreitet und die Produktionslücken sich allmählich schließen. Der Ausblick der Schwellenländer wird durch das robuste Wachstum in

China und Indien bestimmt, während sich die wirtschaftliche Aktivität in den rohstoffexportierenden Ländern zugleich verstärken dürfte. Die Erholung in den letzteren Volkswirtschaften bildet die wichtigste Triebfeder für den projizierten Anstieg des globalen BIP-Wachstums in den kommenden zwei Jahren. Dessen ungeachtet wird sich die Weltwirtschaft auch künftig langsamer entwickeln als vor der Krise, was mit der Einschätzung im Einklang steht, dass das Wachstumspotenzial der meisten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren gesunken ist.

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten wird sich den Erwartungen zufolge beleben. Nach einem schwachen ersten Quartal wird für den Rest des laufenden Jahres mit einer kräftigen Erholung gerechnet, da das Verbraucher- und das Unternehmensvertrauen nach wie vor hoch sind und sich die verbesserten Arbeitsmarktbedingungen schrittweise in einem stärkeren Lohnwachstum manifestieren. Auch die erwartete deutliche Ausweitung der Investitionen im Energiesektor dürfte die Wirtschaft beflügeln.

Im Vereinigten Königreich ist von einem auf kurze Sicht weiterhin relativ verhaltenen Zuwachs des realen BIP auszugehen. Wenngleich die Abwertung des Pfund Sterling die Exporte stützen sollte, ist zu erwarten, dass die gestiegene Inflation die Einkommen der privaten Haushalte und den privaten Konsum belastet. Zudem dürfte sich die erhöhte Unsicherheit über die künftigen Handelsvereinbarungen des Vereinigten Königreichs nachteilig auf die Investitionstätigkeit auswirken.

Die akkommodierende Politik in Japan wird den Erwartungen gemäß das Wachstum weiterhin mittragen. Die Inlandsnachfrage dürfte vom akkommodierenden geldpolitischen Kurs, von den lockereren Finanzierungsbedingungen und dem finanzpolitischen Stützungsprogramm profitieren. Derweil sollten sich die Exporte allmählich erholen, da die Auslandsnachfrage anzieht. Allerdings steigen die Löhne trotz eines kräftigen Stellenaufbaus nach wie vor nur langsam an und belasten die privaten Konsumausgaben.

In China wird mit einem weiterhin robusten Konjunkturaufschwung gerechnet, der auf einem soliden Konsum und einer regen Aktivität am Wohnimmobilienmarkt fußt. Eine verstärkte Fokussierung auf die Eindämmung von Finanzstabilitätsrisiken hat jedoch seit Ende 2016 zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen geführt. Auf mittlere Sicht dürfte das Wachstum weiterhin einen allmählichen Abwärtstrend aufweisen. Dies steht auch im Einklang mit dem Bestreben der Regierung, die Wirtschaft neu auszurichten.

Mit Blick auf die mittel- und osteuropäischen Länder wird erwartet, dass ihnen die starke Konsum- und Investitionstätigkeit zugutekommen wird, wobei Letztere durch die Strukturfonds der EU gestützt wird. Die Inflation dürfte zwar aufgrund der nachlassenden Effekte früherer Energiepreissenkungen schrittweise anziehen, doch wird das real verfügbare Einkommen den Erwartungen zufolge ebenfalls steigen, da sich die Arbeitsmarktbedingungen verschärfen und der Lohndruck zunimmt.

In den großen rohstoffexportierenden Ländern sollte sich die wirtschaftliche Belebung nach der tiefen Rezession fortsetzen.

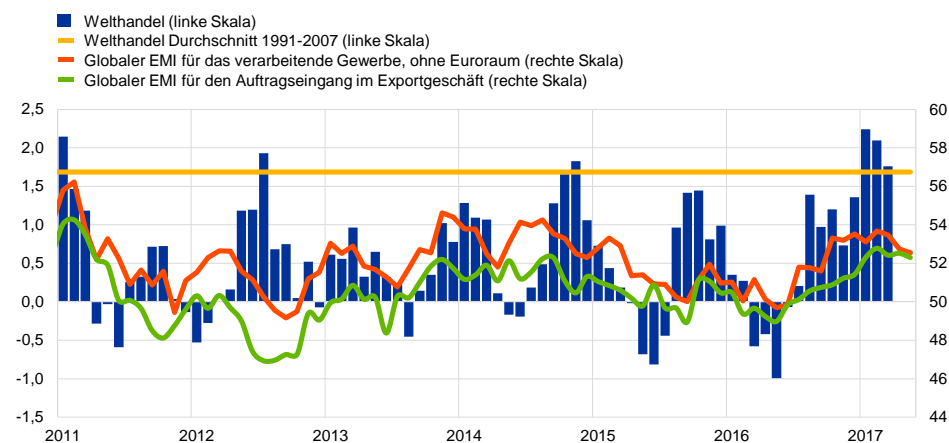
In Russland wird damit gerechnet, dass die Erholung der Ölpreise seit dem vergangenen Jahr in Verbindung mit einer stärker akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik als Wachstumsstütze wirkt, obwohl die Inlandsnachfrage angesichts hoher Unsicherheit, niedriger Reallöhne und eines schwachen Vertrauens fragil bleibt. In Brasilien dürften eine Stabilisierung des Unternehmensvertrauens, eine Verbesserung der Terms of Trade und eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen die Konjunktur ankurbeln. Zugleich belasten erneute politische Unsicherheiten und die erforderliche Haushaltskonsolidierung nach wie vor den mittelfristigen Ausblick.

Der Welthandel hat Ende des letzten und zu Beginn des laufenden Jahres deutlich an Schwung gewonnen.

So stieg das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren in den ersten drei Monaten 2017 im Quartalsvergleich um 1,8 % (siehe Abbildung 2). Für die Belebung des internationalen Handels im zweiten Halbjahr 2016 und Anfang 2017 war hauptsächlich eine Verbesserung in den Schwellenländern verantwortlich; dabei profitierte der Handel in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens von den im Zuge politischer Stützungsmaßnahmen getätigten Investitionen Chinas. Die Vorlaufindikatoren zeigen kurzfristig eine anhaltend robuste Handelsentwicklung an, wobei der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Mai bei 52,3 Punkten lag. Auf längere Sicht sind die Aussichten aufgrund der Aussagen der neuen US-Regierung zur Handelspolitik zwar mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, doch wird erwartet, dass der internationale Handel weitgehend im Einklang mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung wächst.

Abbildung 2
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 Mai 2017 (EMIs) bzw. März 2017 (Handel).

Das Weltwirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge im Zeitraum von 2017 bis 2019 insgesamt sukzessive erhöhen.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2017 wird sich das jährliche Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,2 % im

letzten auf 3,5 % im laufenden Jahr und weiter auf 3,8 % in den Jahren 2018-2019 beschleunigen. Für den Euroraum wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Nachfrage aus dem Ausland von 1,3 % im Jahr 2016 über 3,7 % im Jahr 2017 und 3,4 % im Jahr 2018 auf schließlich 3,5 % im Jahr 2019 zunehmen wird. Gegenüber den im März veröffentlichten Projektionen blieb das globale BIP-Wachstum weitgehend unverändert, während die Daten zur Auslandsnachfrage im Eurogebiet für 2017 nach oben korrigiert wurden, weil die Importdaten am Jahresende stärker ausgefallen waren.

Die Unsicherheit, mit der die Basisprojektionen für die Weltkonjunktur behaftet sind, ist nach wie vor erhöht, wobei insgesamt die Abwärtsrisiken überwiegen.

Was die Aufwärtsrisiken betrifft, so besteht die Möglichkeit, dass das verbesserte Wirtschaftsklima, das aus Umfragen und der Finanzmarktentwicklung hervorgeht, zu einer unerwartet raschen kurzfristigen Belebung der Konjunktur und des Handels führt. Die größten Abwärtsrisiken ergeben sich unter anderem aus einer Zunahme des Handelsprotektionismus, einer ungeordneten Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen, die insbesondere anfällige Schwellenländer in Mitleidenschaft ziehen könnte, möglichen Störungen im Zusammenhang mit dem Reform- und Liberalisierungsprozess in China und schließlich aus einer potenziellen Volatilität in Verbindung mit politischen und geopolitischen Ungewissheiten, etwa in Bezug auf die Verhandlungen über die künftigen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union. In Kasten 1 wird erörtert, wie sich die globalen Risiken im Laufe des vergangenen Jahres entwickelt haben.

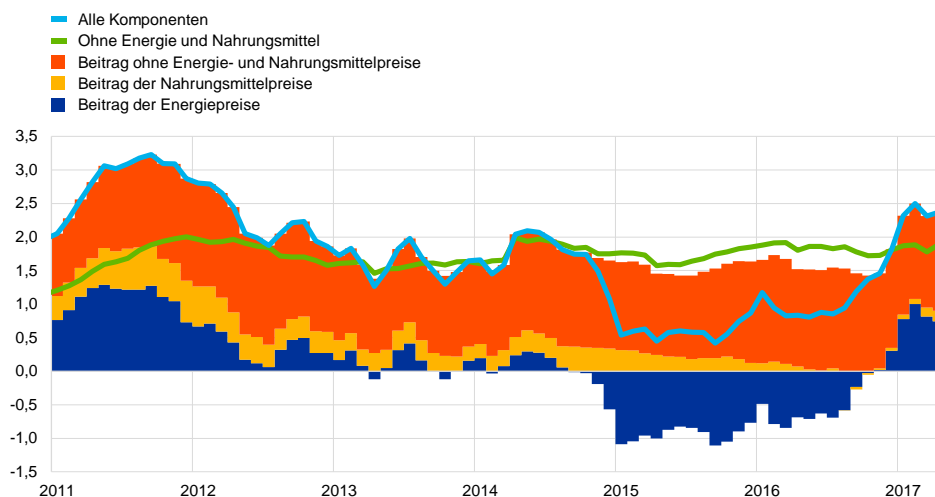
Internationale Preisentwicklung

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich weltweit stabilisiert, da die Effekte früherer Rohstoffpreiserhöhungen nun allmählich abklingen. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern beschleunigte sich leicht von 2,3 % im März auf 2,4 % im April. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet stieg die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum im April geringfügig auf 1,9 % (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: OECD.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017.

Die Rohstoffpreise waren zuletzt rückläufig. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent bewegen sich seit Anfang März in einer Spanne von 48 USD bis 56 USD je Barrel. Hinter diesen Schwankungen verbergen sich wechselnde Bedenken der Marktteilnehmer über den wahrscheinlichen Erfolg der OPEC-Strategie, die Förderung angesichts immer noch hoher Öllagerbestände und der anziehenden Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten zu drosseln. Die Verlängerung der Produktionskürzung um neun Monate, die die OPEC und elf Nicht-OPEC-Staaten am 25. Mai 2017 beschlossen, war vom Markt weitgehend erwartet und bereits vor der Sitzung eingepreist worden. Die von einigen Teilnehmerländern gehegte Hoffnung auf eine Vereinbarung über eine noch stärkere oder längere Senkung bewahrheitete sich nicht, was im Gefolge der Sitzung für einen neuerlichen Preisrückgang um rund 6 % auf US-Dollar-Basis sorgte. Was die weitere Entwicklung betrifft, so deutet die Terminkurve für die kommenden drei Jahre auf mehr oder weniger unveränderte Ölnotierungen hin. Die Rohstoffpreise ohne Öl sind seit Anfang März um rund 8 % gesunken.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die globale Inflation nach einer kurzfristigen leichten Abschwächung langsam anziehen. Der jüngste Rückgang der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise dürfte den Inflationsdruck auf kurze Sicht dämpfen. Anschließend sollten die weltweit allmählich abnehmenden Kapazitätsreserven die zugrunde liegende Inflation stützen. Indessen signalisiert die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve für den Projektionszeitraum ausgesprochen stabile Ölpreise und somit einen sehr begrenzten Beitrag der Energiekomponente zur Teuerung.

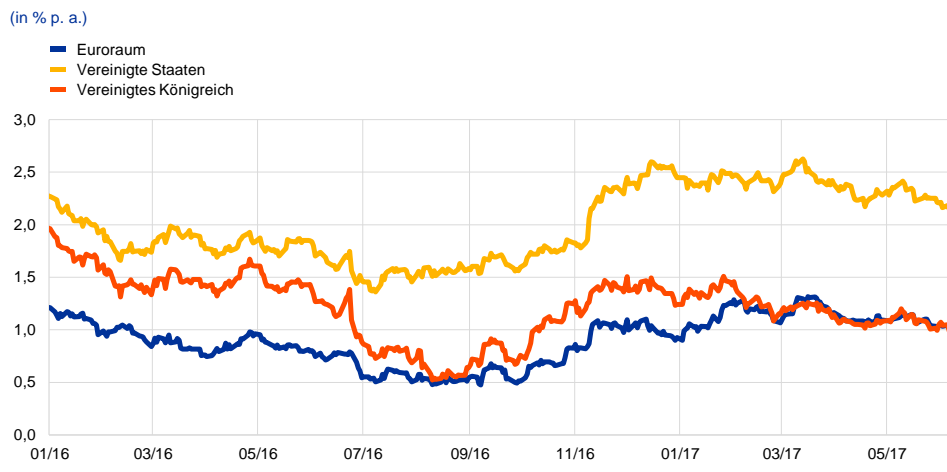
2 Finanzielle Entwicklungen

Seit der Sitzung des EZB-Rats im März sind die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet leicht gesunken, wiesen aber eine gewisse Volatilität auf. Die Spreads von Unternehmensanleihen gingen geringfügig zurück und liegen 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 legten im Euroraum stärker zu als in anderen wichtigen Wirtschaftsräumen. Unterdessen gewann der Euro in handelsgewichteter Rechnung an Wert.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet sind seit Anfang März insgesamt leicht gesunken. Der zehnjährige OIS-Zinssatz (für Tagesgeldsatz-Swaps) verringerte sich im Berichtszeitraum, d. h. vom 9. März bis zum 7. Juni 2017, um rund 10 Basispunkte auf 0,55 %, und die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet ging um etwa 25 Basispunkte auf gut 1 % zurück (siehe Abbildung 4). Damit kam der Anstieg der Nominalrenditen, der – wenngleich mit gewissen Schwankungen – seit Anfang Oktober 2016 im Euroraum zu beobachten war, zum Stillstand. In den Vereinigten Staaten gaben die Renditen langfristiger Staatsanleihen stärker nach als im Euro-Währungsgebiet. Sie sanken, allerdings ausgehend von einem höheren Niveau, um rund 45 Basispunkte auf 2,2 %. Die leichte Abnahme der langfristigen Zinssätze im Euroraum seit Anfang März ging mit Phasen der Volatilität einher, die durch eine Reihe von Faktoren bedingt waren. Nach der EZB-Ratssitzung im März zogen die langfristigen Staatsanleiherenditen im Eurogebiet zunächst an, gaben gegen Monatsende jedoch nach, was unter anderem darauf zurückzuführen war, dass die Märkte im Vorfeld der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen eine erhöhte politische Unsicherheit wahrnahmen. Im Verlauf des Monats April setzten die Renditen aufgrund eines Nachlassens der politischen Unsicherheit und positiver Datenmeldungen für die Wirtschaft des Euroraums ihren Anstieg aber wieder fort. In der verbleibenden Berichtsperiode verzeichneten sie vor dem Hintergrund einer leichten Abschwächung der weltweiten Inflationserwartungen und überraschend negativer Wirtschaftsmeldungen aus dem Ausland geringfügige Rückgänge.

Abbildung 4

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



Quellen: Bloomberg und EZB.

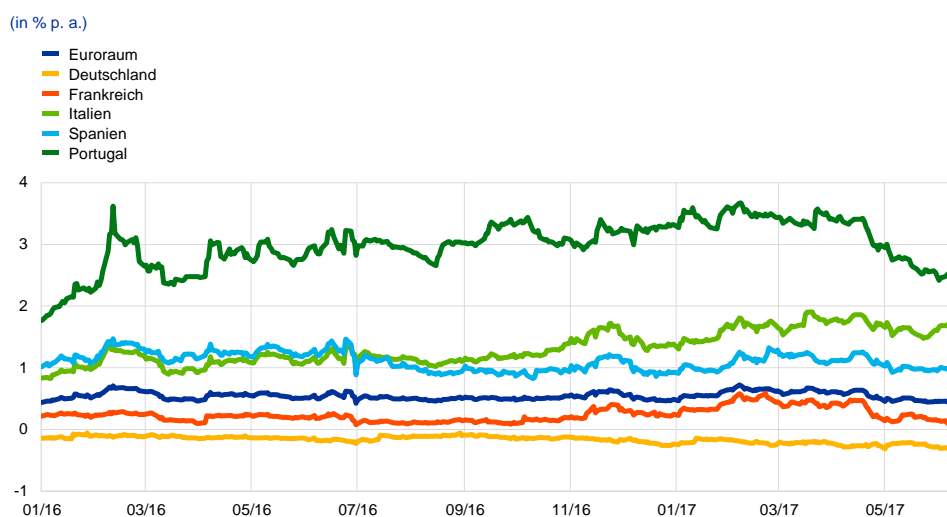
Anmerkung: Für den Euroraum wird die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen ausgewiesen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Juni 2017.

Die Renditen staatlicher Schuldtitel gingen in mehreren Ländern deutlich zurück, was vor allem auf eine abnehmende politische Unsicherheit seit Ende April sowie auf verbesserte Konjunkturaussichten zurückzuführen war.

Größenmäßig reichten diese Rückgänge von einigen wenigen bis hin zu rund 120 Basispunkten, wie im Fall Griechenlands und Portugals. Die Abstände der Staatsanleiherenditen zu den OIS-Sätzen verringerten sich alles in allem ebenfalls, am stärksten ab der zweiten Aprilhälfte (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5

Renditeabstand von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem OIS-Satz

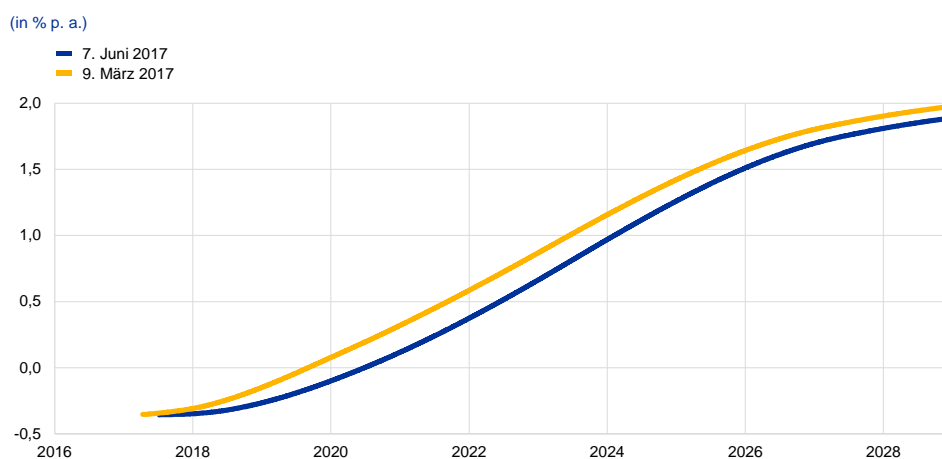


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

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 7. Juni 2017.

Die Terminzinskurve für den EONIA (Euro Overnight Index Average) hat sich seit Anfang März über alle Laufzeiten hinweg im Schnitt um etwas mehr als 10 Basispunkte nach unten verlagert (siehe Abbildung 6). Eine anfängliche Aufwärtsverschiebung der Kurve bis etwa Mitte März wurde im verbleibenden Berichtszeitraum mehr als rückgängig gemacht. Insgesamt verlagerte sich die EONIA-Terminzinskurve um durchschnittlich 13 Basispunkte nach unten, wobei für Laufzeiten zwischen circa drei und fünf Jahren ein Rückgang um rund 20 Basispunkte zu Buche stand. Im Gegensatz dazu sanken die Terminzinsen bei den Laufzeiten von bis zu zwei Jahren kaum. Die Kurve vom 7. Juni legt den Schluss nahe, dass die Märkte weiterhin von einer längeren Phase negativer EONIA-Sätze ausgehen (bis etwa Mitte 2020). Eine weitere Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität preisen sie dabei nicht ein.

Abbildung 6
EONIA-Terminzinskurve



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Der EONIA bewegte sich im Berichtszeitraum um den Wert von -35 Basispunkten.

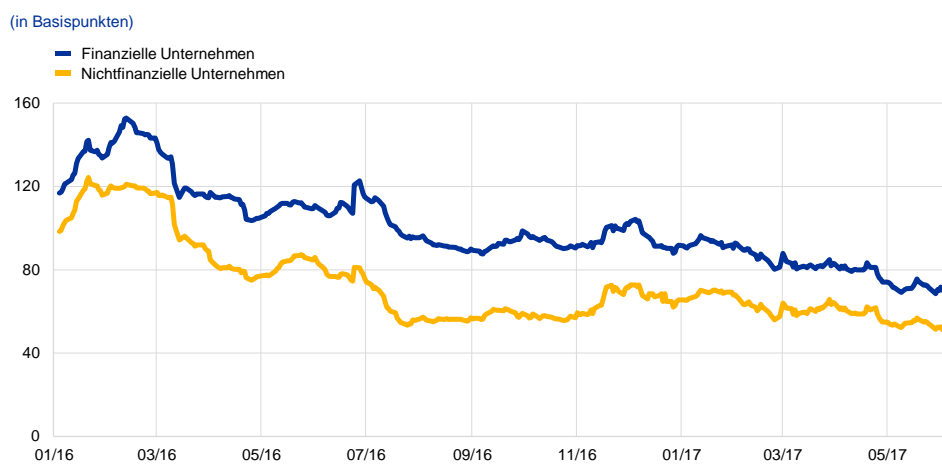
Am 5. Juni sank er auf das Allzeittief von -37,3 Basispunkten, da das Handelsvolumen aufgrund eines Feiertags in einigen Ländern gering war. Die Überschussliquidität nahm um gut 305 Mrd € auf rund 1 670 Mrd € zu. Grund dafür waren sowohl das letzte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft der zweiten Serie (GLRG II) als auch die Wertpapierkäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Auf die Liquiditätsbedingungen wird in Kasten 3 näher eingegangen.

Die Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gingen im Berichtszeitraum marginal zurück (siehe Abbildung 7).

Am 7. Juni waren die Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen (mit den Ratingkategorien AA, A und BBB) im Schnitt 9 Basispunkte niedriger als Anfang März und lagen rund 30 Basispunkte unter dem Stand vom März 2016, als der EZB-Rat die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) bekannt gab. Die Renditeaufschläge von Schuldtiteln nichtfinanzieller und finanzieller Kapitalgesellschaften im Non-Investment-Grade-

Segment (die für Käufe im Rahmen des CSPP nicht zugelassen sind) gingen im Betrachtungszeitraum ebenfalls zurück, und zwar um 26 bzw. 5 Basispunkte.

Abbildung 7
Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum



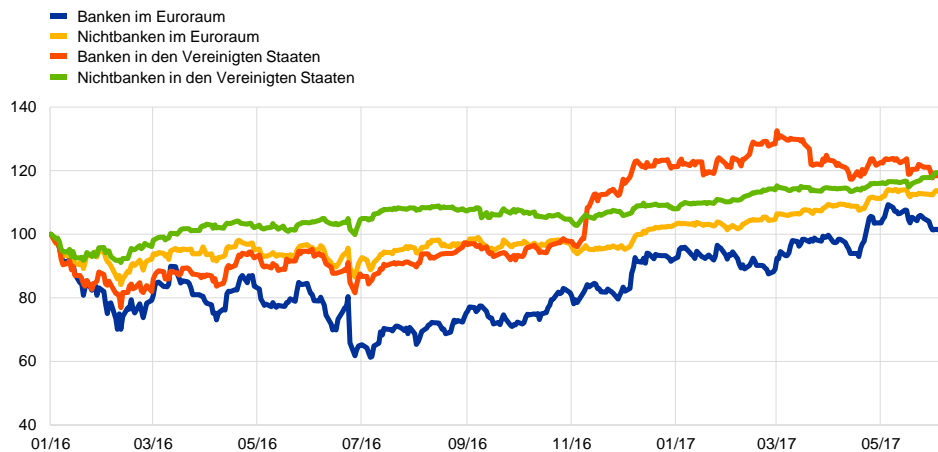
Quellen: iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Juni 2017.

Die Aktienkurse im Euroraum sind seit Anfang März gestiegen und haben damit den seit etwa Mitte 2016 zu beobachtenden Trend fortgesetzt (siehe Abbildung 8). Am Ende des Berichtszeitraums notierten die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet rund 7,5 % höher als zu Beginn, während die Kurse finanzieller Kapitalgesellschaften 5,5 % hinzugewannen. Dank der günstigen aktuellen Entwicklung an den Euroraum-Aktienmärkten liegen Bankenwerte nun insgesamt rund 65 % über ihrem jeweiligen Kurstief, auf das sie nach dem Referendum im Vereinigten Königreich über die EU-Mitgliedschaft im Juni 2016 gefallen waren (siehe Abbildung 8). Wie bei den Anleihen schlug sich die politische Unsicherheit auch an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets nieder, wo die Kurse bis zur Bekanntgabe des Ergebnisses der ersten Runde der Präsidentschaftswahlen in Frankreich überwiegend seitwärts tendierten, anschließend jedoch eine spürbare Aufwärtsbewegung vollzogen. Auch in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan verbuchten die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften seit Anfang März Kursgewinne, wenngleich weniger hohe als im Euroraum. Die Finanzwerte in diesen drei Ländern schnitten im Vergleich zum Eurogebiet noch schlechter ab als die Werte nichtfinanzieller Unternehmen. Die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse im Euroraum zogen vor der französischen Präsidentschaftswahl deutlich auf rund 23 % an, bildeten sich danach jedoch wieder zurück und lagen mit etwa 13 % geringfügig unter dem Niveau von Anfang März. In den USA war mit Blick auf die Volatilität der Aktienkurse insgesamt ein Rückgang der Erwartungen auf unter 9 % zu verzeichnen.

Abbildung 8

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2016 = 100)



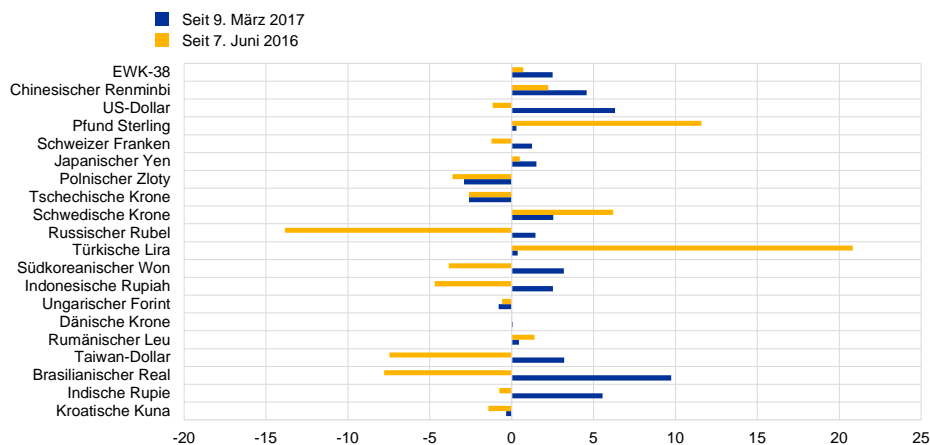
Quellen: Thomson Reuters, iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Juni 2017.

An den Devisenmärkten hat der Euro in handelsgewichteter Rechnung seit Anfang März um 2,5 % aufgewertet (siehe Abbildung 9). Er gewann gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen an Wert, worin überraschend positive Wirtschaftsmeldungen für den Euroraum zum Ausdruck kamen. Der Euro zog seit dem 9. März im Verhältnis zum US-Dollar um 6,3 %, zum chinesischen Renminbi um 4,6 %, zum japanischen Yen um 1,5 % und zum Schweizer Franken um 1,3 % an. In Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer sowie der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Eurogebiets stand der Euro ebenfalls im Plus. Lediglich gegenüber einigen mittel- und osteuropäischen Währungen, beispielsweise der tschechischen Krone, dem polnischen Zloty und dem ungarischen Forint, notierte der Euro schwächer.

Abbildung 9

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. Die prozentuale Veränderung wird anhand des Kurses vom 7. Juni 2017 berechnet.

3 Konjunktorentwicklung

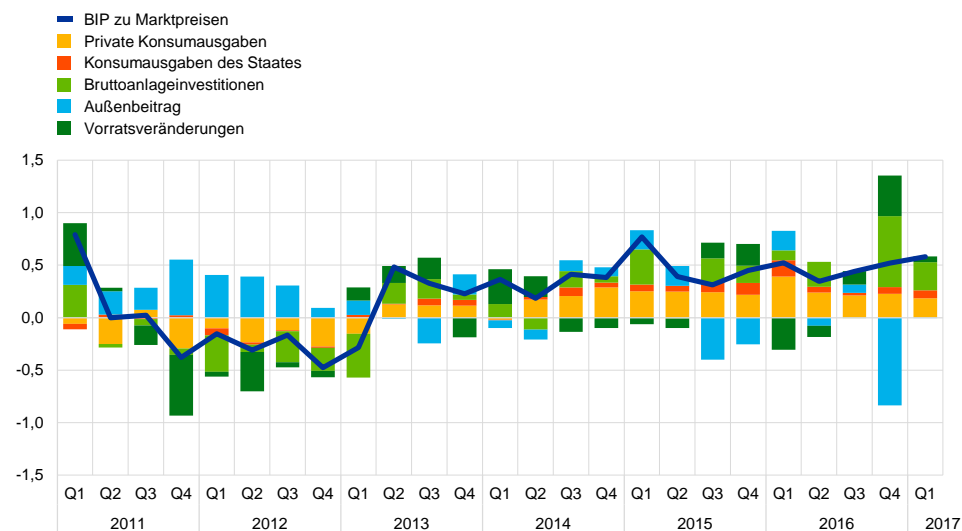
Der gegenwärtige Konjunkturaufschwung erweist sich als zunehmend robust und hat sektor- und länderübergreifend an Breite gewonnen. Getragen wird das Wachstum im Euroraum in erster Linie von der inländischen Nachfrage, wenngleich die Aussichten auch immer stärker durch das außenwirtschaftliche Umfeld gestützt werden. Konjunkturindikatoren wie etwa Umfrageergebnisse bestätigen die robuste Wachstumsdynamik auf kurze Sicht. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2017 wurden die Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2017 nach oben revidiert. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich das Wachstum des realen BIP im Euroraum im laufenden Jahr auf 1,9 %, im kommenden Jahr auf 1,8 % und 2019 auf 1,7 % belaufen.

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet hat sich beschleunigt und wird vor allem von der Binnennachfrage getragen. Im ersten Vierteljahr 2017 erhöhte sich das reale BIP im Quartalsvergleich um 0,6 % nach einem Plus von 0,5 % im vorangegangenen Dreimonatszeitraum (siehe Abbildung 10). Die Wirtschaft des Euroraums expandiert nunmehr das vierte Jahr in Folge, und das Wachstum ist zunehmend robust geworden, da es über die einzelnen Sektoren und Länder hinweg an Breite gewonnen hat. Wachstumsmotor war im ersten Jahresviertel 2017 nach wie vor die inländische Nachfrage, aber auch die Vorratsveränderungen leisteten einen positiven Beitrag, während der Beitrag des Außenhandels neutral ausfiel. Auf der Produktionsseite wurde die Konjunktur vornehmlich durch kräftige Zuwächse im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor gestützt, wohingegen das Wertschöpfungswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) geringer ausfiel.

Abbildung 10

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

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



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2017. Die starken Ausschläge bei den Bruttoanlageinvestitionen und beim Außenbeitrag im vierten Quartal 2016 sind größtenteils auf die Transaktion in Vermögenswerten seitens einiger weniger großer Wirtschaftsakteure in Irland zurückzuführen.

Besonders augenfällig ist die Erholung an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets, wenngleich die Unterauslastung nach wie vor beträchtlich ist. Die Beschäftigung im Euroraum hat im vierten Quartal 2016 erneut

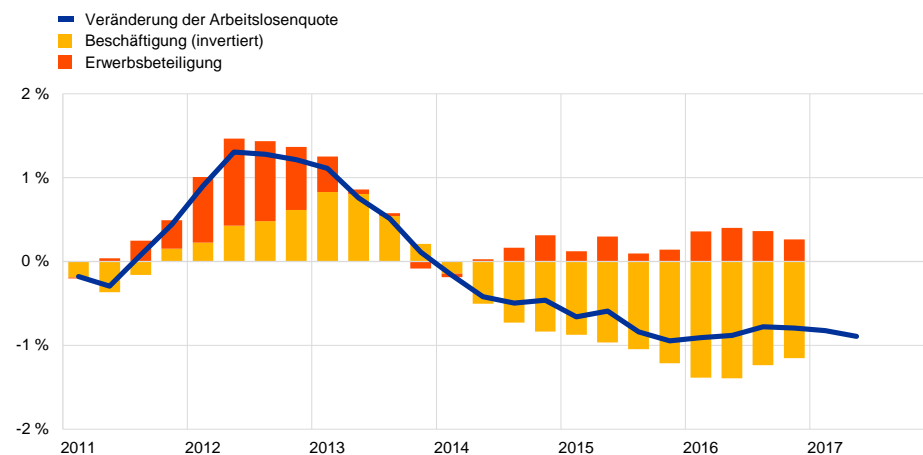
zugenommen und lag somit 1,2 % über ihrem Stand vor Jahresfrist. Die bis Mai verfügbaren Umfrageergebnisse deuten auf eine anhaltende Verbesserung der Arbeitsmarktlage hin. Die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet ist im laufenden Jahr weiter zurückgegangen, nachdem sie zu Jahresbeginn 2013 einen Höchststand erreicht hatte. So lag die Arbeitslosenquote im April bei 9,3 % und verzeichnete damit das niedrigste Niveau seit März 2009. Der allgemein rückläufige Trend bei den Arbeitslosenquoten hat sich fortgesetzt, obwohl die Erwerbsbeteiligung im Euroraum – insbesondere bei älteren Arbeitnehmern – weiter zugenommen hat (siehe Abbildung 11). Darüber hinaus lassen weiter gefasste Messgrößen der Arbeitslosigkeit auf eine nach wie vor erhöhte Unterauslastung an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets schließen, wenngleich sich der Abstand zwischen der offiziellen Arbeitslosenquote und den weiter gefassten Messgrößen aufgrund einer leicht sinkenden Zahl entmutigter wie auch unterbeschäftigter Arbeitnehmer zuletzt verringert hat.¹

¹ Siehe EZB, Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

Abbildung 11

Aufschlüsselung des Rückgangs der Arbeitslosigkeit im Euroraum

(Veränderung der Arbeitslosenquote des Euroraums gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (Beschäftigung und Erwerbsbeteiligung) bzw. April 2017 (Arbeitslosenquote).

Die Aufhellung an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets hat zu einem höheren real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte geführt und den privaten Konsum beflügelt.

Der kontinuierliche Anstieg des Arbeitseinkommens, der wichtigsten Triebfeder des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte, sowie eine weitgehend stabile Sparquote der Privathaushalte sind den privaten Konsumausgaben weiterhin zugutegekommen. Auch die Verbesserung der Kreditvergabebedingungen der Banken, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt wird, war dem Wachstum des privaten Konsums nach wie vor förderlich. Da sich das niedrige Zinsniveau sowohl in den Zinserträgen als auch in den Zinszahlungen privater Haushalte niederschlägt, kommt es tendenziell zu einer Umverteilung von Nettosparern zu Nettoschuldnern. Da Nettoschuldner üblicherweise eine höhere marginale Konsumneigung haben, sollten die aggregierten privaten Konsumausgaben durch diese Umverteilung zusätzlich gestützt werden. Das Verbrauchervertrauen stieg im Mai den dritten Monat in Folge und liegt damit weiterhin deutlich über seinem langfristigen Durchschnittswert, was auf eine hohe Grunddynamik des Konsums in nächster Zeit hindeutet. Darüber hinaus sollte der private Verbrauch auch vom Reinvermögenszuwachs der privaten Haushalte profitieren, in dem sich ein wachsendes Geld- und Immobilienvermögen widerspiegelt.

Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten des Euro-Währungsgebiets wirkt sich zunehmend positiv auf die Wachstumsdynamik aus.

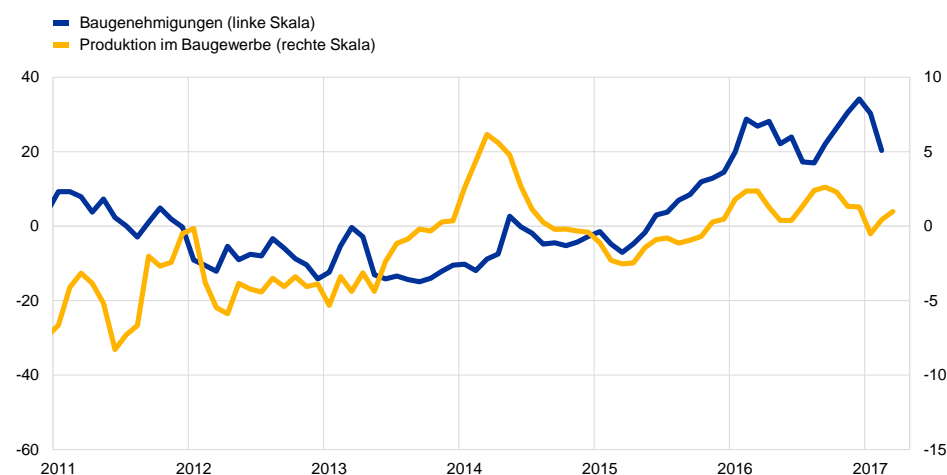
Obgleich der Aufschwung an den Wohnimmobilienmärkten des Euroraums zögerlicher und wesentlich schwächer verläuft als die allgemeine Konjunktorentwicklung im Eurogebiet, hat er zuletzt doch an Schwung gewonnen. Gestützt wird diese – wenn auch in einigen Ländern von einem sehr niedrigen Niveau ausgehende – Erholung durch kräftige Zuwächse beim verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, günstige Finanzierungsbedingungen und eine verstärkte Präferenz für Wohnungsbauinvestitionen in Anbetracht der niedrigen Renditen verzinslicher

Anlagen. Hinzu kommt, dass der Anpassungsprozess an den Wohnimmobilienmärkten einiger Länder des Euroraums abgeschlossen zu sein scheint und das Vertrauen im Baugewerbe deutlich zugenommen hat. Eine höhere Zahl an Baugenehmigungen (siehe Abbildung 12), die steigende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und günstigere Kreditvergabebedingungen sollten den anhaltenden Aufwärtstrend bei den Bauinvestitionen, der in den Euro-Ländern weithin zu beobachten ist, auch in Zukunft stützen.

Abbildung 12

Baugenehmigungen und Produktion im Baugewerbe

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Berechnet anhand gleitender Dreimonatsdurchschnitte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017 (Baugenehmigungen) bzw. März 2017 (Produktion im Baugewerbe).

Die Unternehmensinvestitionen setzen ihre allmähliche Erholung fort. Die Industrieproduktion im Investitionsgütersektor erhöhte sich im ersten Quartal 2017 um moderate 0,3 %. Zugleich deuten verfügbare Daten für die meisten Länder des Euroraums auf eine kräftige Ausweitung der Investitionen außerhalb des Baugewerbes hin. Überdies hat sich das Unternehmerv Vertrauen in diesem Sektor aufgrund sehr positiver Produktionserwartungen, steigender Auftragseingänge und einer Trendwende bei den Verkaufspreiserwartungen weiter verbessert, und auch die Kapazitätsauslastung nahm abermals zu und übertraf ihr durchschnittliches Vorkrisenniveau. Der jüngsten halbjährlich in der Industrie durchgeführten Investitionsbefragung der Europäischen Kommission zufolge haben sich die Investitionsaussichten für 2017 im Eurogebiet aufgehellt.

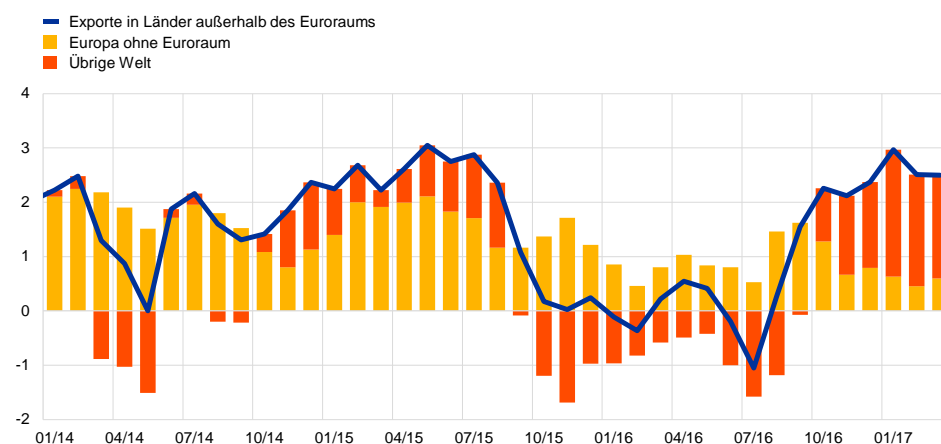
Die Erholung der Unternehmensinvestitionen dürfte auch in näherer Zukunft anhalten. Dabei wird sie von mehreren Faktoren getragen, unter anderem von den nach wie vor sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, dem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB, der Notwendigkeit einer Modernisierung des Kapitalstocks nach Jahren verhaltener Investitionstätigkeit, der überdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung sowie den hohen Gewinnaufschlägen im nichtfinanziellen Sektor. Hinzu kommt, dass die Verschuldungsquote (d. h. das Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) aufgrund der in den vergangenen Jahren verzeichneten kräftigen Erholung der Aktienkurse und des moderaten

Wachstums der Fremdfinanzierung auf historische Tiefstände gesunken ist (ein Überblick über den Schuldenabbau des privaten Sektors insgesamt findet sich in Kasten 5). Einige andere Faktoren dürften jedoch den Ausblick für die Unternehmensinvestitionen weiterhin trüben, darunter die Erwartung eines im Vergleich zur Vergangenheit schwächeren langfristigen Wachstumspotenzials, Rigiditäten an den Gütermärkten sowie anhaltende Anpassungen an Veränderungen des regulatorischen Umfelds. Die schlechte Ertragslage der Banken und der immer noch hohe Bestand an notleidenden Krediten in ihren Bilanzen in mehreren Ländern beeinträchtigen nach wie vor die Intermediationsfunktion der Banken und somit die Finanzierung von Unternehmensinvestitionen auf kurze Sicht.

Ein verbessertes außenwirtschaftliches Umfeld hat zu einer höheren Exportdynamik im Euro-Währungsgebiet geführt. Die monatlichen Handelsdaten bis März 2017 weisen auf eine anhaltende Zunahme der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums hin, nachdem bereits im vierten Quartal 2016 ein recht gutes Exportergebnis erzielt wurde. Das ist ein positives Signal für die Wachstumsaussichten insgesamt, da der Anstieg der Ausfuhren zunehmend von einer höheren Nachfrage sowohl aus Europa als auch aus der übrigen Welt getragen wird. So haben sich die Exporte nach China, in die Vereinigten Staaten und nach Russland in den vergangenen drei Monaten deutlich erhöht. Dies steht in starkem Kontrast zur Lage über die letzten drei Jahre hinweg, als die Ausfuhren im Wesentlichen vom innereuropäischen Handel bestimmt wurden (siehe Abbildung 13), und spiegelt die zunehmend breiter angelegte Erholung des Welthandels wider. Umfrageergebnisse und Auftragseingänge im Exportgeschäft, die für das zweite Vierteljahr 2017 von Belang sind, lassen für die nächste Zeit auf eine anhaltend dynamische Exportentwicklung schließen. Auf längere Sicht dürften die Ausfuhren im Gefolge der Belebung des Welthandels steigen. Die Risiken für den Handel sind jedoch nach wie vor erhöht und ergeben sich vor allem aus einem verstärkten Protektionismus, der das weltwirtschaftliche Wachstum beeinträchtigen könnte.

Abbildung 13
Warenexporte des Euroraums in Drittländer

(Veränderung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Volumenangaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017.

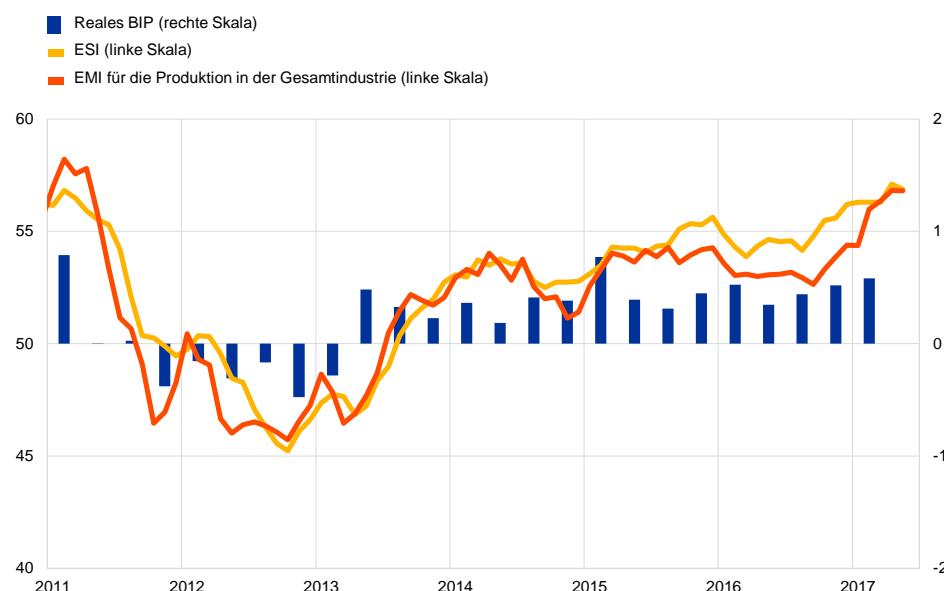
Insgesamt deuten aktuelle Daten auf ein solides Wachstum im zweiten

Quartal 2017 hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) sowie der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie wiesen in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres eine breit angelegte Verbesserung auf. Im Mai lagen beide Indikatoren auf oder knapp unter ihrem nach der Krise verzeichneten Höchststand, wenngleich sie leicht hinter ihrem jeweiligen April-Wert zurückblieben. Der im April und Mai 2017 beobachtete Anstieg der Messgrößen war vor allem höheren Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Produktion und der Auftragsbestände zuzuschreiben, und beide Indikatoren liegen derzeit über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnittswert (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 erste Quartal 2017 (reales BIP) bzw. Mai 2017 (ESI und EMI).

Gestützt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die auf die Realwirtschaft durchwirken, wird sich der aktuelle Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet den Erwartungen zufolge fortsetzen. Die

Binnennachfrage dürfte durch eine Reihe begünstigender Faktoren Auftrieb erhalten. Vor dem Hintergrund steigender Gewinne und eines geringeren Entschuldungsbedarfs sind die sehr positiven Finanzierungsbedingungen und die niedrigen Zinssätze weiterhin einer Erholung der Investitionstätigkeit förderlich. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben sollte von einer weiteren Verbesserung der Lage an den Arbeitsmärkten unter anderem infolge bereits durchgeführter Arbeitsmarktreformen profitieren. Die Ausfuhren werden durch die sich aller Voraussicht nach verstärkende konjunkturelle Erholung außerhalb des Eurogebiets gestützt. Gedämpft werden dürfte das Wirtschaftswachstum im Euroraum indessen durch die schleppende Umsetzung von Strukturreformen und die noch

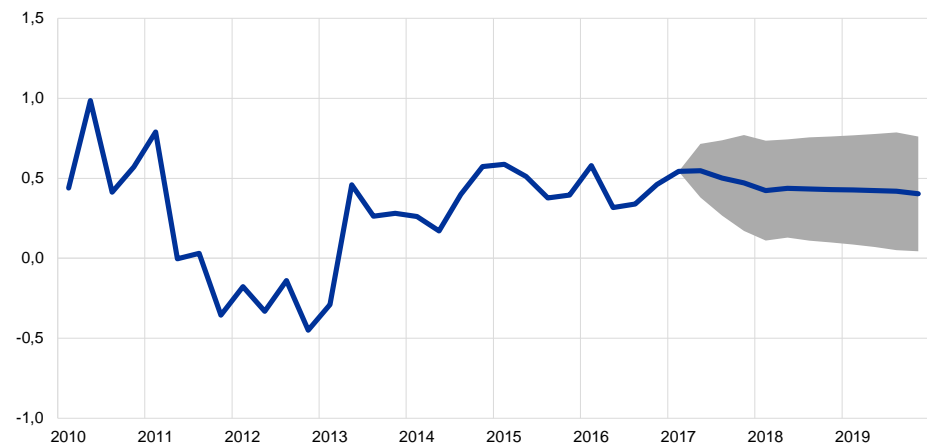
ausstehenden Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren, wengleich derzeit Verbesserungen zu verzeichnen sind.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2017 zufolge wird das jährliche reale BIP im laufenden Jahr um 1,9 %, im kommenden Jahr um 1,8 % und 2019 um 1,7 % steigen (siehe Abbildung 15). Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP nach oben korrigiert. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets sind weitgehend ausgewogen. Einerseits erhöht die derzeitige positive Konjunkturdynamik die Wahrscheinlichkeit, dass der Aufschwung stärker als erwartet ausfällt. Andererseits bestehen nach wie vor Abwärtsrisiken, die sich vorwiegend aus globalen Faktoren ergeben (siehe Kasten 1).

Abbildung 15

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2017, veröffentlicht am 8. Juni 2017 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Wertes dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt, die auf der Website der EZB abrufbar ist.

4 Preise und Kosten

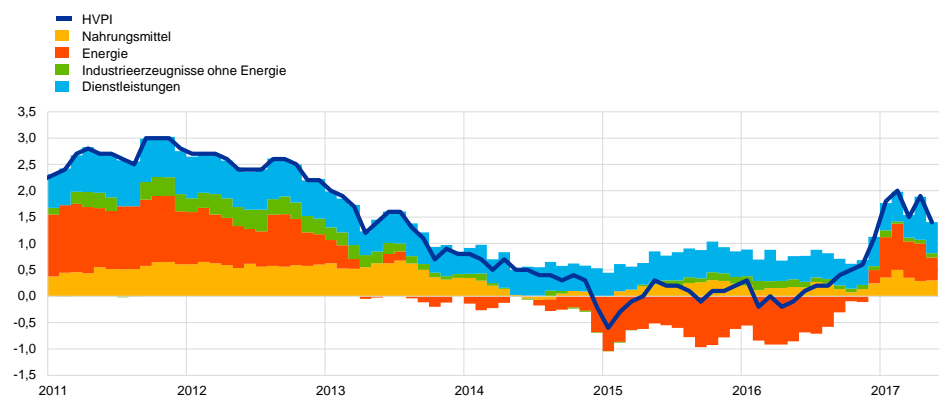
Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge ist die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet von 1,9 % im April 2017 auf 1,4 % im Mai gefallen. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten um das derzeitige Niveau herum schwanken. Lässt man die jüngste Volatilität außer Acht, so sind bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines Anstiegs der zugrunde liegenden Teuerung erkennbar; diese dürfte sich auf mittlere Sicht nur schrittweise erhöhen. Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2017 davon aus, dass sich die jährliche HVPI-Inflation 2017 auf 1,5 %, 2018 auf 1,3 % und 2019 auf 1,6 % belaufen wird.

Die Gesamtinflation war im Mai rückläufig. Die jüngste Ölpreisentwicklung und der Ostertermin haben bewirkt, dass die Gesamtinflation in den letzten Monaten relativ stark geschwankt hat. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die entsprechende Rate im Mai 2017 bei 1,4 % nach 1,9 % im April und 1,5 % im März. Der im Mai verzeichnete Rückgang war aus zwei Gründen erwartet worden. Erstens hat sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen stark verringert, wobei der kräftige Anstieg vom April, der aus dem Einfluss des gegenüber dem Vorjahr späteren Ostertermins 2017 auf die Vorjahrsrate resultierte, aufgelöst wurde. Zweitens verringerte sich die Teuerung bei Energie infolge eines abwärtsgerichteten Basiseffekts, der im Zusammenhang mit der drastischen Energieverteuerung im Jahr zuvor steht, und des zusätzlichen Abwärtsdrucks aufgrund der in den letzten Monaten gesunkenen Ölpreise.

Abbildung 16

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

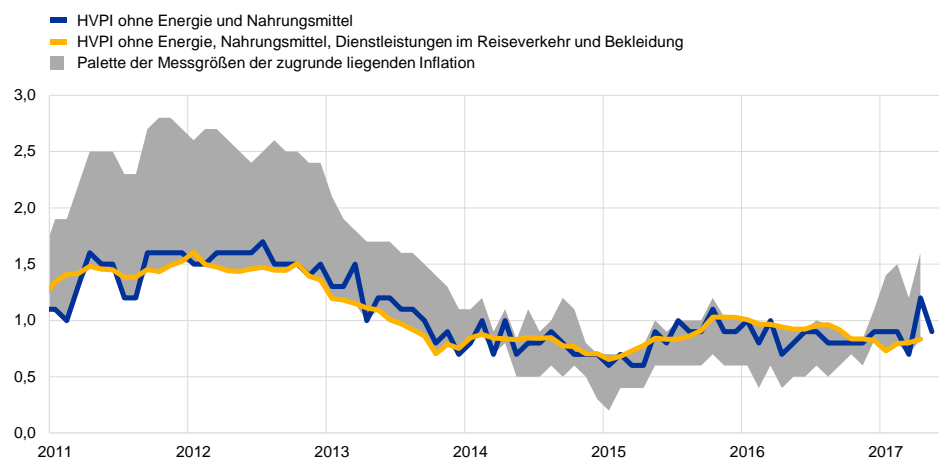
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2017 (Vorausschätzungen).

Die zugrunde liegende Inflation weist bislang noch keine robusten Anzeichen einer Aufwärtskorrektur auf. Einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind in den letzten Monaten durch temporäre Faktoren verzerrt worden. Zu diesen Faktoren zählen unter anderem der Ostertermin und der Einfluss der jüngsten Ölpreisschwankungen auf die Komponenten des Preisauftriebs bei Dienstleistungen

im Reiseverkehr (vor allem Pauschalreisen). Vor diesem Hintergrund lag die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gemäß Vorausschätzung von Eurostat im Mai bei 0,9 %, nach 1,2 % im April und 0,7 % im März, während die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung im April weitgehend stabil blieb. Die anhaltend niedrige zugrunde liegende Inflation könnte zum Teil auf verzögerte indirekte Abwärtseffekte im Zusammenhang mit den niedrigen Ölpreisen der Vergangenheit und grundsätzlich auch auf einen weiterhin schwachen binnenwirtschaftlichen Kostendruck zurückzuführen sein. Da die Entwicklung der zugrunde liegenden Teuerung enger mit dem mittelfristigen Inflationstrend verbunden ist, sind überzeugende Anzeichen einer Aufwärtskorrektur wesentlich für eine nachhaltige Anpassung der Gesamtinflation.

Abbildung 17
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Palette der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation umfasst folgende Kennziffern: 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 Mai 2017 (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, Vorausschätzung) bzw. April 2017 (alle übrigen Messgrößen).

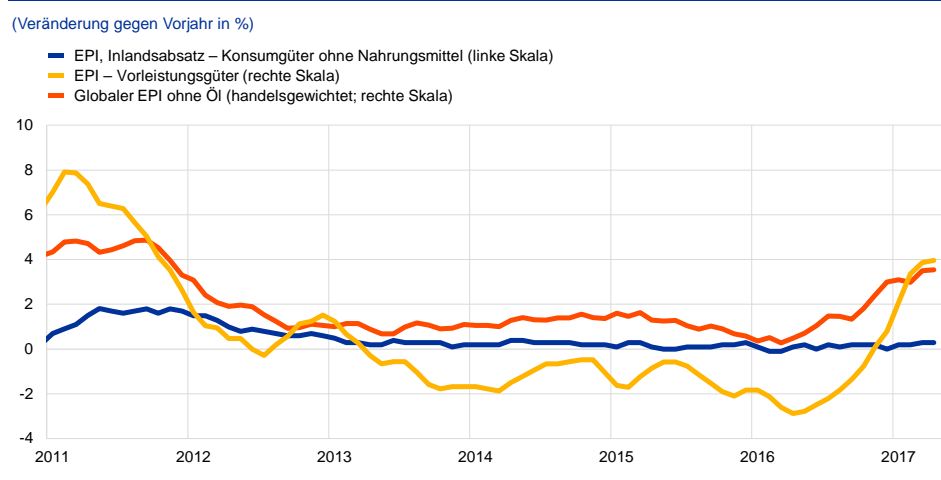
Auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Preissetzungskette hat sich Druck aufgebaut.

Der markante Auftrieb der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter wird anscheinend nach wie vor nur in schwachem Maße an die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weitergegeben (siehe Abbildung 18). Infolge der seit Mitte 2016 wieder robust anziehenden globalen Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie) gewinnt der jährliche Erzeugerpreisanstieg bei den Vorleistungsgütern im Euroraum weiter an Dynamik. Die entsprechende Rate kletterte von einem Tiefstand von -2,9 % im April 2016 auf 4 % im April 2017. Aufgrund historischer Regelmäßigkeiten sollte eine nachhaltige Erhöhung der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter bereits auf eine gewisse Erholung der Teuerung bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel hindeuten.²

² Siehe auch die Ausführungen in: EZB, Welche Aussagen über den Preisdruck lassen sich aus der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise ableiten?, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

Allerdings hat sich die jährliche Teuerung auf der Erzeugerebene bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel ungeachtet der ansteigenden Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter sowie der weiter anziehenden Importpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel (von 0,1 % im Januar 2017 auf 1,1 % im April) nach wie vor verhalten entwickelt und lag im März und April bei jeweils 0,3 %. Eine der möglichen Ursachen für diesen trotz wachsenden Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Preissetzungskette nur schwachen Preisauftrieb im Erzeugerpreisindex (EPI) liegt in den sinkenden Margen.

Abbildung 18
Internationale, inländische und Vorleistungs-Erzeugerpreise



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

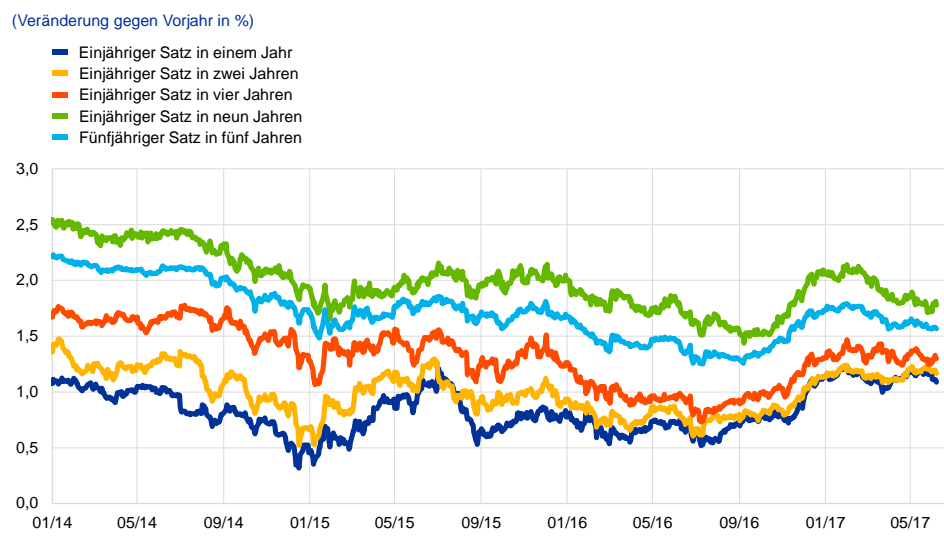
Das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet ist nach wie vor gering. Der jährliche Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer sowie beim Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde stieg gegen Ende 2016 leicht an. Die jüngsten Angaben zur Jahreswachstumsrate der Tariflöhne im Euroraum (1,4 % im ersten Jahresviertel 2017 und damit etwas niedriger als 1,5 % im Schlussquartal 2016) lassen zu Jahresbeginn 2017 keinen zusätzlichen Aufwärtsdruck erkennen. Verglichen mit historischen Durchschnittswerten bleibt das Lohnwachstum insgesamt gering. Zurückzuführen ist dies möglicherweise auf die Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die den breiter gefassten Messgrößen der Unterbeschäftigung³ zufolge nach wie vor signifikant ist, sowie auf die niedrige Inflation, das schwache Produktivitätswachstum und die anhaltenden Effekte der in einigen Ländern während der Finanzkrise vorgenommenen Arbeitsmarktreformen.

Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind leicht zurückgegangen, während die umfragebasierten Messgrößen stabil geblieben sind. Die marktbasieren Messgrößen sind über alle Laufzeiten hinweg gesunken (siehe Abbildung 19). Die fünfjährige Termininflation in fünf Jahren lag am 7. Juni 2017 bei 1,57 % und damit leicht unter dem Ende April verzeichneten

³ Siehe EZB, Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

Stand. Im Gegensatz dazu blieben die im Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2017 enthaltenen umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum mit 1,8 % unverändert.

Abbildung 19
Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. Juni 2017.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die HVPI-Inflation im Eurogebiet etwas weniger stark steigen als zuvor erwartet. Auf der Grundlage der Mitte Mai verfügbaren Daten gehen die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2017 davon aus, dass die HVPI-Inflation im Euroraum von 0,2 % im Jahr 2016 auf 1,5 % im laufenden Jahr, auf 1,3 % im Folgejahr und auf 1,6 % im Jahr 2019 steigen wird (siehe Abbildung 20).⁴ Das über den Projektionszeitraum hinweg V-förmige Profil der Gesamtinflation ergibt sich hauptsächlich aus einem kräftigen positiven Beitrag der Teuerung bei den im HVPI erfassten Energiepreisen im Jahr 2017, der im Folgejahr merklich zurückgehen wird. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2017 wurde der Ausblick für die HVPI-Gesamtinflation für 2017 und 2018 um jeweils 0,3 Prozentpunkte und für 2019 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Maßgeblich für diese Abwärtskorrektur sind vor allem niedrigere Ölpreise.

⁴ Siehe EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2017, veröffentlicht am 8. Juni 2017 auf der Website der EZB.

Abbildung 20

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2017, veröffentlicht am 8. Juni 2017 auf der Website der EZB.

Es wird erwartet, dass die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auf mittlere Sicht nur schrittweise zunimmt.

Den Projektionen zufolge wird sich die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel von 0,9 % im Jahr 2016 auf 1,1 % im Jahr 2017 und auf 1,4 % bzw. 1,7 % in den Jahren 2018 bzw. 2019 erhöhen. Hinter dieser schrittweise erfolgenden Zunahme steht unter anderem der angesichts der fortschreitenden und sich konsolidierenden Erholung prognostizierte Anstieg der Löhne und Lohnstückkosten. Eine geringere Unterauslastung am Arbeitsmarkt und eine allmählich nachlassende Wirkung krisenbedingter Faktoren, die das Lohnwachstum in den vergangenen Jahren gedämpft haben, dürften zu einer Wiederbelebung des Wachstums beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und – angesichts eines laut Projektionen moderateren Produktivitätsanstiegs – bei den Lohnstückkosten führen. Auch der seit Anfang 2016 verzeichnete Wiederanstieg der Ölpreise dürfte über höhere Produktionskosten und deren Auswirkungen auf die Nominallöhne indirekt leicht zu diesem aufwärtsgerichteten Kostendruck beitragen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

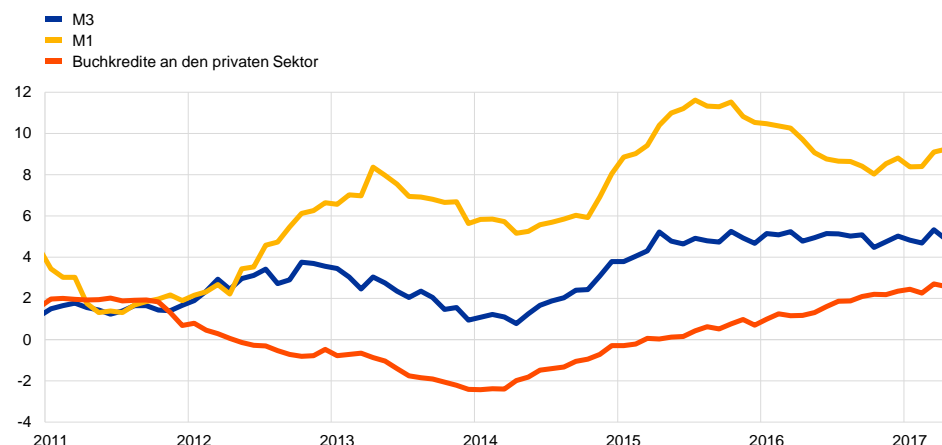
Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge ist nach wie vor robust, und die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzt sich fort. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dürften sich im ersten Quartal 2017 weiter erhöht haben.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge blieb im ersten Jahresviertel und im April 2017 robust, womit sich die seit Mitte 2015 zu beobachtende Entwicklung fortsetzte. Die Jahreswachstumsrate von M3 belief sich im April auf 4,9 % (siehe Abbildung 21). Gestützt wurde das Geldmengenwachstum abermals durch die aufgrund der äußerst niedrigen Zinsen nur geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Instrumente sowie durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Wie bereits in den Vormonaten wurde der jährliche Zuwachs von M3 hauptsächlich durch die liquidesten Komponenten der weit gefassten Geldmenge getragen; die Jahreswachstumsrate von M1 lag im April bei 9,2 % 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 sowie um fiktives Cash-Pooling. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017.

Das M3-Wachstum wurde weiter von der Dynamik der täglich fälligen Einlagen bestimmt. Bei den täglich fälligen Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften war im ersten Quartal und im April 2017 ein nach wie vor kräftiges Jahreswachstum von zuletzt 11,4 % bzw. 10,6 % zu verzeichnen. Die volatile Zwölfmonatsrate der täglich fälligen Einlagen der Finanzintermediäre (ohne MFIs) legte im März und im April zu. Die jährliche Wachstumsrate des Bargeldumlaufs stieg leicht an; es ist jedoch 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 ersten Quartal und im April abermals negativ auf die Geldmenge M3 aus. Die Zuwachsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb von M3 haben,

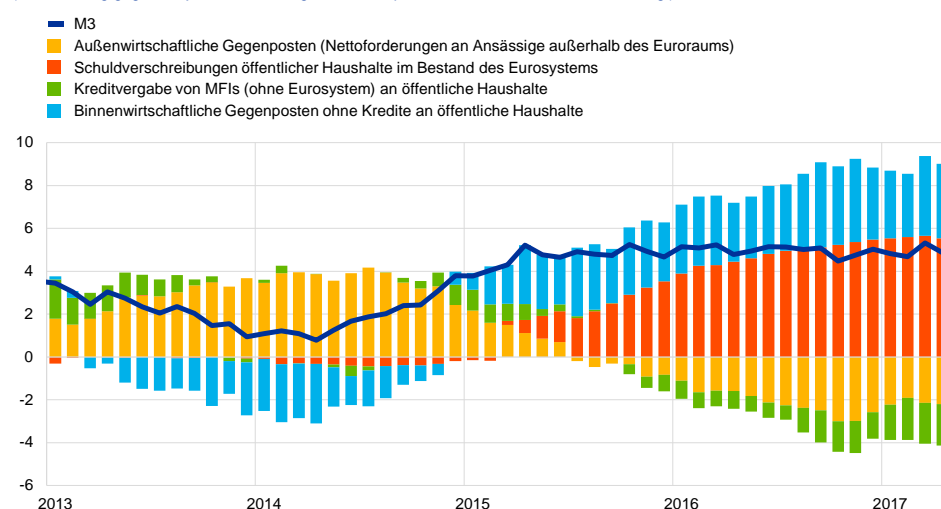
war im ersten Quartal 2017 vor allem aufgrund des soliden Wachstums der Geldmarktfondsanteile robust, zeigte sich im April jedoch verhaltener.

Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung blieben aufseiten der Gegenposten 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 (PSPF) 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). Diese längerfristigen Verbindlichkeiten, deren Jahreswachstumsrate seit dem zweiten Quartal 2012 negativ ist, verringerten sich im ersten Quartal und im April 2017 weiter. Grund für das negative Wachstum waren unter anderem die Auswirkungen der zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte der EZB (GLRG II), die möglicherweise als Ersatz für die längerfristige marktbasierende Bankenfinanzierung dienen und aus Anlegersicht die Attraktivität der Haltung langfristiger Einlagen und Bankanleihen schmälern. Zugleich trug auch der Verkauf von Staatsanleihen durch gebietsansässige MFIs (ohne Eurosystem) zum negativen Vorzeichen der jährlichen Wachstumsrate der MFI-Kredite an öffentliche Haushalte und somit zur Dämpfung des M3-Wachstums bei (siehe den grünen Teil der Balken in Abbildung 22).

Abbildung 22
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017.

Von der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors ging weiterhin ein Abwärtsdruck auf das jährliche M3-Wachstum aus.

Im ersten Jahresviertel und im April 2017 wurde hier ein geringer negativer monatlicher Abfluss registriert. Dadurch verstärkte sich der Abwärtsdruck, den die Netto-Auslandsposition der MFIs auf das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 ausübte, geringfügig (siehe den gelben Teil der Balken in Abbildung 22). Diese Entwicklung spiegelt anhaltende Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet wider, zu denen unter anderem der Verkauf von Staatsanleihen aus dem Euroraum durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP beizutragen scheint (siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht).

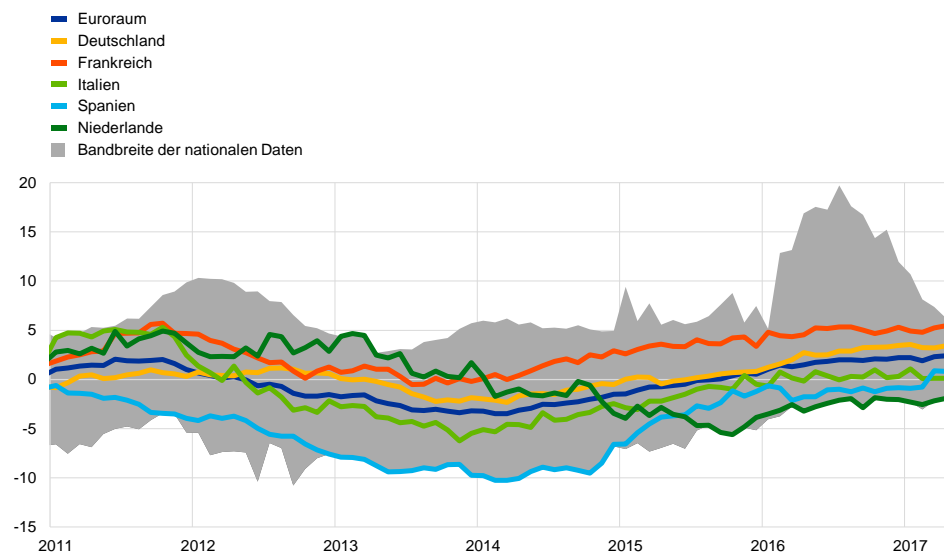
Die seit Anfang 2014 zu beobachtende Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzt sich fort.

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) erhöhte sich im ersten Quartal und im April 2017 weiter (siehe Abbildung 21). Was die einzelnen Sektoren betrifft, so zog das jährliche Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter an und lag im April bei 2,4 % (siehe Abbildung 23); insgesamt gesehen hat es sich von seinem im ersten Jahresviertel 2014 verzeichneten Tiefstand spürbar erholt. Diese Verbesserung war den größten Ländern weitgehend gemein, auch wenn die Zuwachsraten in einigen Staaten nach wie vor ein negatives Vorzeichen aufweisen. Die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im ersten Quartal 2017 und blieb im April mit 2,4 % unverändert (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 und somit die Kreditvergabe belasten dürfte.

Abbildung 23

MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



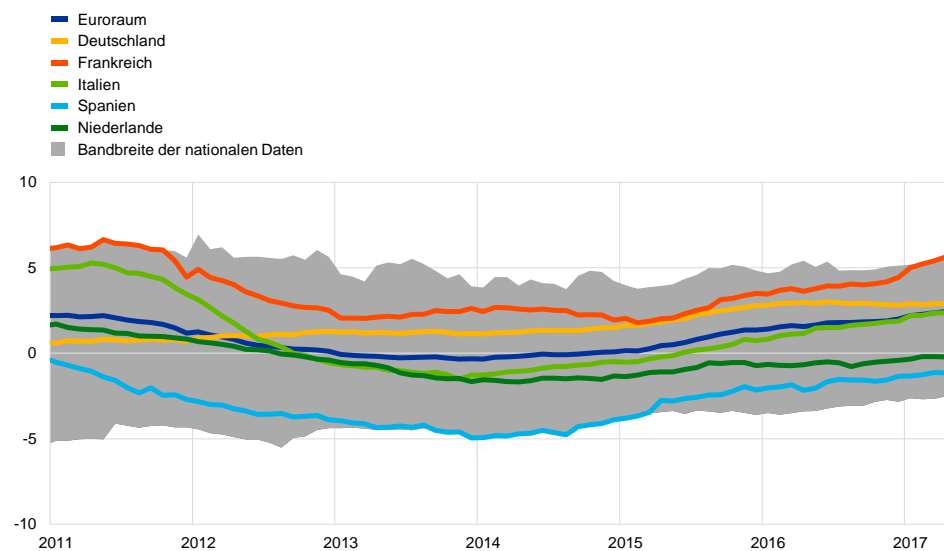
Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie 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 April 2017.

Abbildung 24

MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

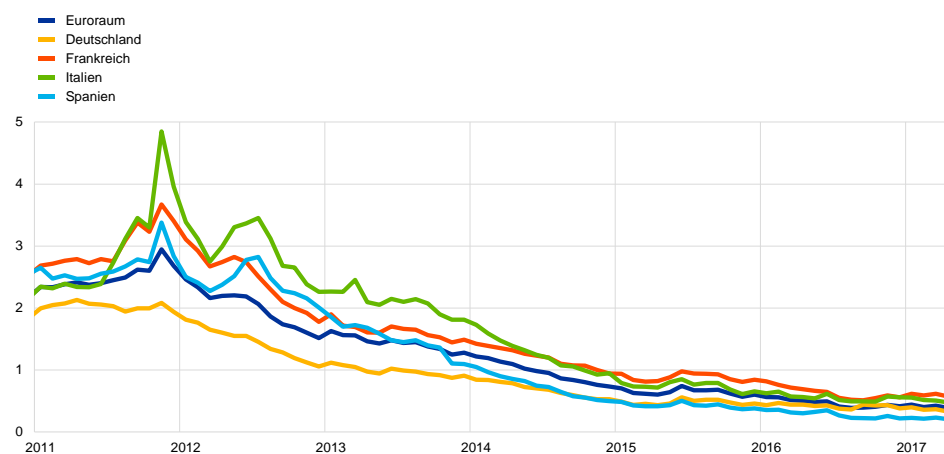
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017.

Die Finanzierungsbedingungen der Banken waren weiterhin günstig. Der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung der Banken ging im ersten Quartal und im April 2017 leicht zurück (siehe Abbildung 25). Verantwortlich hierfür waren geringere Bankanleiherenditen, während die Kosten der Finanzierung über Einlagen stabil blieben. Der Indikator liegt nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau. Zu diesen günstigen Bedingungen haben der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die Nettotilgung längerfristiger finanzieller 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.

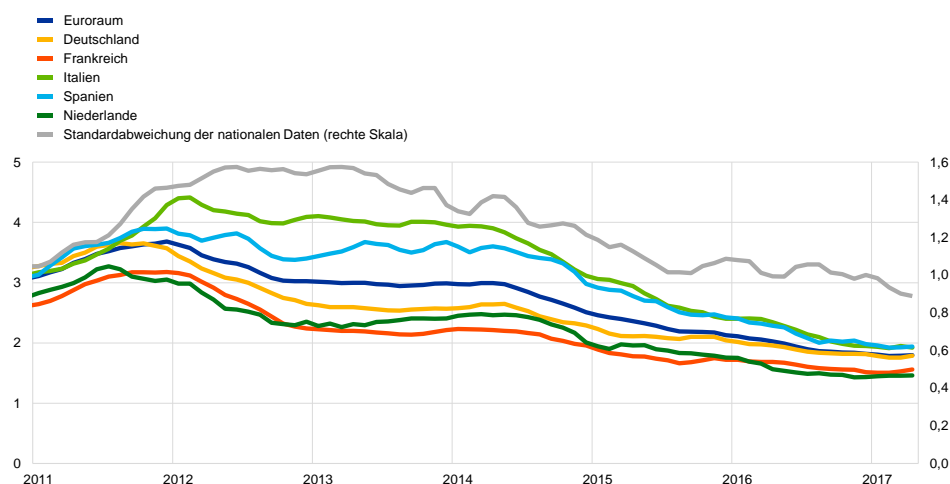
Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen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

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte waren im ersten Quartal und im April 2017 trotz eines leichten Anstiegs nach wie vor äußerst niedrig (siehe Abbildung 26 und 27). Der Rückgang der Kreditzinsen, der Anfang 2014 eingesetzt hatte, flachte sich zu Beginn des laufenden Jahres ab; seither liegen die Zinssätze in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen erhöhten sich im ersten Jahresviertel 2017 geringfügig und blieben im April weitgehend stabil. Die entsprechenden Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen unterdessen leicht an. 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 Bankkreditzinsen hindeutet. Die niedrigeren Refinanzierungskosten der Banken haben den Rückgang der gewichteten Kreditzinsen unterstützt. In der Zeit von Mai 2014 bis April 2017 verringerten sich die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte um rund 112 Basispunkte bzw. 104 Basispunkte. In anfälligen Euro-Ländern verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften besonders stark, was zu einer Verringerung der nationalen Asymmetrien bei der

geldpolitischen Transmission beitrug. Unterdessen verringerte sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und für große Kredite (mehr als 1 Mio €) im Eurogebiet erheblich und erreichte im April dieses Jahres einen neuen historischen Tiefstwert. 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)

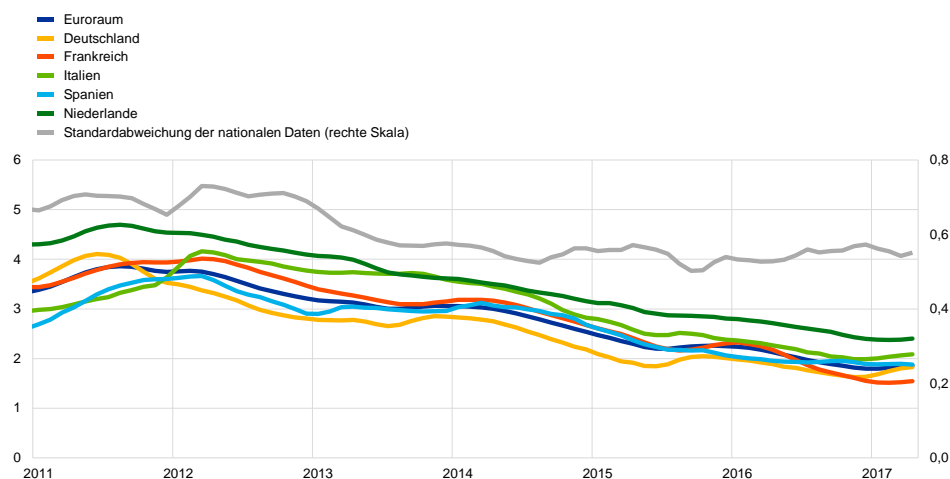


Quelle: EZB.

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 April 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 April 2017.

Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum dürften sich im ersten Quartal 2017 weiter erhöht haben. Dies spiegelt eine weitere Belebung der Bankkreditvergabe und eine robuste Emission von Schuldverschreibungen wider. Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen liegt inzwischen wieder auf ähnlichem Niveau wie Anfang 2005 (kurz vor Beginn des übermäßigen Kreditwachstums). Zwar zeigen die Daten zu den Sektorkonten, dass die Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Schlussquartal 2016 spürbar zunahm, doch war dies dem Abschluss einer einzelnen großen Fusion geschuldet. Ohne diese Fusion hätte die Nettoemission über das Quartal gesehen angesichts beträchtlicher Aktienrückkäufe ein negatives Vorzeichen aufgewiesen. Bei den Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen durch Nicht-MFIs kam es im Schlussquartal 2016 das zweite Mal in Folge zu deutlichen vierteljährlichen Nettotilgungen, die durch die Abwicklung einer großen Zweckgesellschaft und anhaltende Rückzahlungen von Schuldtiteln anderer Emittenten bedingt waren. Alles in allem wurde die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von der konjunkturellen Belebung, weiter rückläufigen Fremdfinanzierungskosten, gelockerten Kreditrichtlinien der Banken sowie der gestiegenen Zahl der Fusionen und Übernahmen getragen. Zugleich haben die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgrund rekordhoher Barbestände (die weiter ansteigen) einen geringeren Bedarf an externen Finanzierungsmitteln.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fiel im April und im Mai 2017 verhaltener aus, nachdem sie im März robust geblieben war. Gestützt wurde sie weiterhin unter anderem durch den Ankauf von Unternehmensanleihen durch die EZB. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien war in den ersten Monaten des laufenden Jahres indes gedämpft.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen sind nach wie vor sehr günstig. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dürften in den letzten beiden Monaten im Schnitt leicht angestiegen sein und lagen im Mai 15 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Juli 2016. Dieser jüngste Anstieg lässt sich durch eine moderate Verteuerung der Beteiligungsfinanzierung erklären, die aus höheren Aktienrisikoprämien resultierte. Im Gegensatz dazu liegen die Fremdkapitalkosten seit August 2016 praktisch unverändert auf einem historischen Tiefstand.

In der jüngsten von Oktober 2016 bis März 2017 durchgeführten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Euro-Währungsgebiet (SAFE) signalisierten die KMUs weiterhin eine verbesserte Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln. Erstmals seit Bestehen der Umfrage gaben die KMUs an, dass die allgemeinen Wirtschaftsaussichten ihrer Ansicht nach die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln begünstigten. Der Zugang zu Finanzmitteln wurde erneut als geringstes Problem erachtet, wenngleich diesbezüglich zwischen den einzelnen Ländern weiterhin erhebliche Unterschiede bestehen. Alles in allem meldeten die Umfrageteilnehmer eine verbesserte Umsatz- und Verschuldungslage sowie stabile Gewinne und steigende Arbeits- und sonstige Kosten.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich im Projektionszeitraum (2017-2019) – vornehmlich aufgrund der sich verbessernden Konjunkturlage und sinkender Zinsausgaben – weiter verringern. Die fiskalische Ausrichtung im Euroraum wird den Projektionen zufolge im genannten Zeitraum weitgehend neutral ausfallen. Die rückläufige Entwicklung der noch immer hohen gesamtstaatlichen Schuldenquote im Eurogebiet wird sich fortsetzen. Allerdings wäre es für Länder mit hohen öffentlichen Schuldenständen vorteilhaft, zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen zu unternehmen, um einen nachhaltigen Rückgang ihrer Schuldenquote einzuleiten.

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich während des Projektionszeitraums weiter verringern. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen⁵ vom Juni 2017 zufolge wird die Defizitquote im Euroraum von 1,5 % im Jahr 2016 auf 1,0 % im Jahr 2019 zurückgehen (siehe Tabelle). Die Verbesserung der Haushaltsaussichten entspricht damit weitgehend den Projektionen vom März 2017. Sie ist hauptsächlich der günstigen Konjunkturlage und sinkenden Zinsausgaben zuzuschreiben, während strukturelle finanzpolitische Maßnahmen dagegen nur eine begrenzte Rolle spielen dürften. Für eine deutliche Mehrheit der Euro-Länder fallen diese Projektionen insbesondere gegen Ende des Projektionshorizonts weniger optimistisch aus als jene, die ihren Stabilitätsprogrammen 2017 zugrunde liegen. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Stabilitätsprogramme finanzpolitische Maßnahmen beinhalten, die entweder noch nicht endgültig verabschiedet wurden oder aber nicht hinreichend konkretisiert waren, um in den Projektionen berücksichtigt zu werden.

Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum

(in % des BIP)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Einnahmen insgesamt	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
b. Ausgaben insgesamt	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
Davon:						
c. Zinsausgaben	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9
d. Primärausgaben (b - c)	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
Finanzierungssaldo (a - b)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Primärsaldo (a - d)	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
Struktureller Primärsaldo	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
Bruttoverschuldung	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

Quellen: Eurostat, EZB und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Juni 2017.

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

⁵ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Juni 2017.

Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte im Zeitraum 2017-2019 insgesamt neutral ausfallen.⁶ Der Ausblick für den strukturellen Primärsaldo blieb gegenüber den Projektionen vom März 2017 weitgehend stabil. Auf der Einnahmenseite werden leichte Senkungen der direkten Steuern, die in einigen Ländern vorgenommen werden, durch andere, einnahmensteigernde Faktoren ausgeglichen; letztere spiegeln in erster Linie die geänderte statistische Erfassung der Erlöse aus den UMTS-Lizenzversteigerungen wider. Auf der Ausgabenseite dürften die öffentlichen Investitionen und Sozialausgaben geringfügig rascher ansteigen als das nominale trendmäßige BIP.

Der gegenwärtig hohe gesamtstaatliche Schuldenstand im Eurogebiet dürfte weiter sinken. Die Schuldenquote im Euroraum, die 2014 ihren höchsten Stand erreicht hatte, wird den Projektionen zufolge von 89,2 % im Jahr 2016 auf 84,7 % Ende 2019 zurückgehen. Die projizierte Verringerung der öffentlichen Verschuldung in Relation zum BIP wird in erster Linie durch die günstige Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials vor dem Hintergrund eines robusten makroökonomischen Ausblicks und niedrigerer Zinssätze gestützt. Von den erwarteten Primärüberschüssen wird ein schuldenstandsenkender Beitrag ausgehen, wohingegen die Deficit-Debt-Adjustments einen leicht entgegengesetzten Effekt haben dürften. Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2017 wird nun – abgesehen von einer geringfügigen Verbesserung am Ende des Projektionszeitraums – mit einer weitgehend unveränderten gesamtstaatlichen Schuldenquote im Eurogebiet gerechnet. Während die Schuldenquote in den meisten Euro-Ländern zurückgehen dürfte, ist in einigen Ländern von einem Anstieg auszugehen.

Die Länder müssen ihre Haushaltskonsolidierung unter vollständiger Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts fortführen. Insbesondere in den hoch verschuldeten Staaten bedarf es unbedingt weiterer Konsolidierungsanstrengungen, um eine nachhaltige Senkung der Schuldenquote einzuleiten, denn diese Länder sind aufgrund ihres hohen Schuldenstands in besonderem Maße anfällig gegenüber einer neuerlichen Instabilität an den Finanzmärkten oder einem raschen Anstieg der Zinssätze. Am 16. Mai 2017 legte die Europäische Kommission Vorschläge zu den jährlichen länderspezifischen Empfehlungen als Leitvorgaben für die Wirtschafts- und Finanzpolitik der EU-Staaten vor; die Empfehlungen werden zu gegebener Zeit vom Rat gebilligt. Ausführungen zu den länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik sind Kasten 7 zu entnehmen.

Hinsichtlich des finanzpolitischen Ordnungsrahmens der EU sind weitere Fortschritte vonnöten. Insbesondere der Fiskalpakt sollte, wenn er einmal vollständig in nationales Recht umgesetzt ist und angewendet wird, die Haushaltsdisziplin und die Eigenverantwortung der Staaten für das europäische finanzpolitische Regelwerk auf nationaler Ebene erhöhen. Bislang wurde der

⁶ Der fiskalische Kurs spiegelt die Zielrichtung und den Umfang der Fiskalimpulse 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. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Fiskalpakt in einigen Ländern offensichtlich aber nur teilweise in die nationale Gesetzgebung eingearbeitet (siehe Kasten 8). Mit Blick auf die längerfristige Entwicklung hat die Europäische Kommission mit ihrem „Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion“ am 31. Mai 2017 einen Beitrag zum Diskurs über die Zukunft Europas veröffentlicht, der unter anderem Vorschläge für das weitere Vorgehen auf dem Weg zu einer Fiskalunion enthält.⁷

⁷ Siehe Europäische Kommission, [Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion](#), Mai 2017.

Kästen

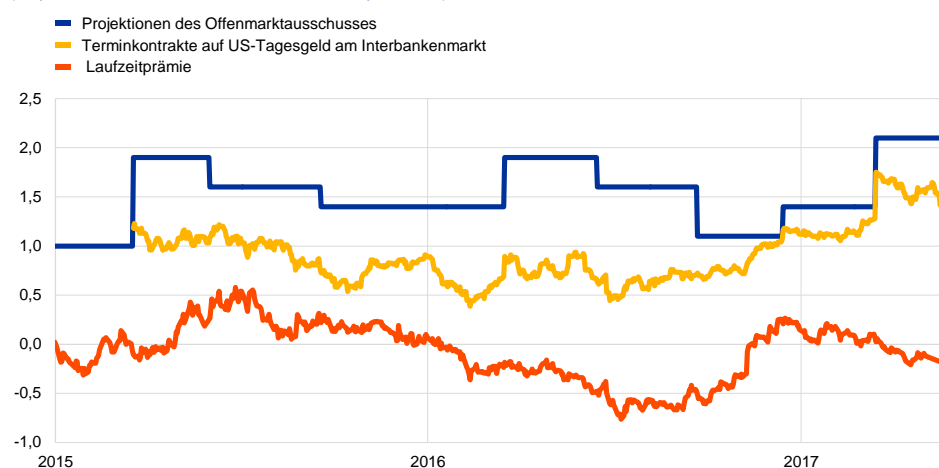
1 Bewertung der jüngsten Entwicklung globaler Risiken

Der vorliegende Kasten enthält eine qualitative Bewertung der Frage, wie sich die wichtigsten globalen Risiken seit Anfang 2016 entwickelt haben.

Die Gefahr abrupter Veränderungen der weltweiten Finanzierungsbedingungen hat sich offenbar verringert, ist aber nicht vollständig gebannt. Seit der Phase des „Taper Tantrum“ im Jahr 2013, als die Finanzmärkte infolge einer von der Federal Reserve angekündigten geldpolitischen Straffung heftige Ausschläge verzeichneten und die Erwartungen bezüglich der US-amerikanischen Geldpolitik abrupt umschlugen, scheinen sich diese Risiken etwas zurückgebildet zu haben. Maßgeblich hierfür war eine umsichtige Kommunikationspolitik in Verbindung mit der Tatsache, dass die restriktivere Geldpolitik durch die US-Notenbank nur in sehr kleinen Schritten umgesetzt wird. So hat sich der Abstand zwischen den Zinserwartungen der Marktteilnehmer und den Zinsprojektionen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve verkleinert (siehe Abbildung A), was darauf hindeutet, dass sich das Risiko unerwarteter geldpolitischer Entscheidungen in der Zukunft ebenfalls verringert hat. Allerdings herrscht nach wie vor Unsicherheit bezüglich des Straffungskurses in den USA, und die längerfristigen Zinsen liegen weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau, obgleich die Laufzeitprämie seit Mitte 2016 wieder leicht anzogen hat.

Abbildung A
Zielzinssatz für Tagesgeld in den USA gegenüber den Projektionen des Offenmarktausschusses

(Projektionen für das Ende des nächsten Kalenderjahrs; in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Bloomberg-Daten und Daten des Federal Reserve Board.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 23. Mai 2017 (Terminkontrakte auf US-Tagesgeld am Interbankenmarkt) bzw. den 15. März 2017 (Projektionen des Offenmarktausschusses). Bei der Laufzeitprämie handelt es sich um die Schätzung der Federal Reserve Bank of New York auf Basis der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen.

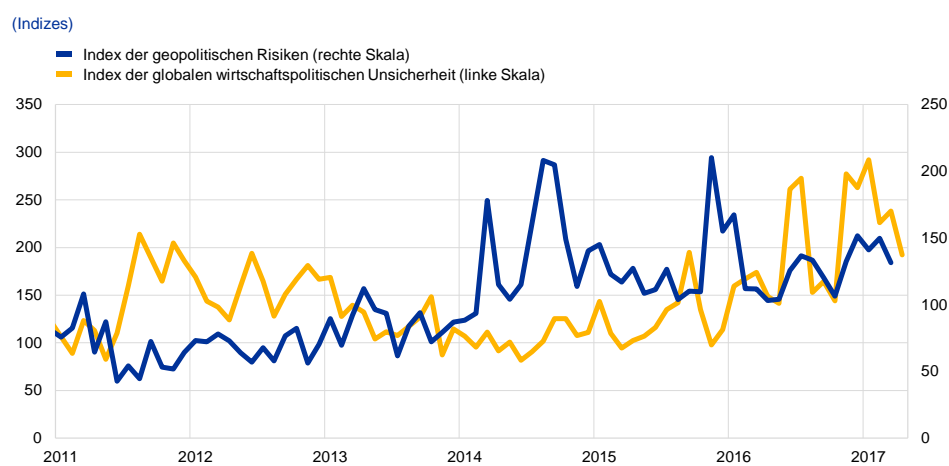
Zugleich sind die großen Schwellenländer nun offenbar besser in der Lage, erschwerte externe Finanzierungsbedingungen zu verkraften als vor einigen Jahren. Die Verwundbarkeiten und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben sich in den vergangenen Jahren in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften verringert. So sind die realen Zinsen angestiegen, die Teuerung ist zurückgegangen, das Kreditwachstum hat sich verlangsamt, und die Leistungsbilanzungleichgewichte haben abgenommen. Dies dürfte die betreffenden Staaten gegenüber negativen Schocks mit Blick auf die externe Finanzierung widerstandsfähiger gemacht haben. Dennoch bleiben einige aufstrebende Volkswirtschaften – besonders jene mit einer hohen Auslandsverschuldung – anfällig gegenüber einer plötzlichen Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen. Ein abrupter Stimmungsumschwung an den internationalen Finanzmärkten mit negativen Konsequenzen für die wirtschaftliche Entwicklung weltweit und insbesondere in den Schwellenländern stellt mithin weiter ein Risiko für den Weltwirtschaftsausblick dar.

In China haben wachstumsfördernde Maßnahmen der Politik Bedenken in Bezug auf die kurzfristigen Konjunkturaussichten abgemildert. Ab Mitte 2015 herrschte vor dem Hintergrund von Befürchtungen in Bezug auf die beträchtliche Abschwächung des Wachstumstempos, Kapitalabflüsse und die Abwertung des Renminbi, welche durch eine zunehmende politische Unsicherheit noch verstärkt wurden, eine deutliche Besorgnis über den Wirtschaftsausblick für China vor. Eine entschlossene Reaktion seitens der Politik, die erhebliche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen, Infrastrukturausgaben, eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen und striktere Kapitalverkehrskontrollen einschloss, linderte diese Sorgen. Die feste Entschlossenheit der Behörden, ein Wachstum nahe dem Zielwert zu erreichen, dürfte die kurzfristigen Konjunkturängste ebenfalls zerstreut haben. Allerdings gingen diese Reaktionen der Politik mit erheblichen Kosten einher, darunter ein weiterer Verschuldungsanstieg und eine erhöhte Fehlallokation von Ressourcen (da die Stimulierungsmaßnahmen erneut auf staatseigene Unternehmen ausgerichtet waren). Die verschärften Kapitalverkehrskontrollen trugen zudem zur Verstärkung des Booms am Wohnimmobilienmarkt bei, weil Mittel zunehmend in inländische Vermögenswerte flossen.

Die politische Unsicherheit ist weltweit gestiegen; so gibt es zum einen Bedenken hinsichtlich einer stärker national ausgerichteten Politik, und zum anderen sind die geopolitischen Spannungen nach wie vor hoch. Geopolitische Spannungen stellten in den letzten Jahren ein großes Abwärtsrisiko für das Wirtschaftswachstum dar, wobei sie in ihrer Intensität und Verortung im Zeitverlauf variierten – angefangen vom Nahostkonflikt über Spannungen mit Nordkorea und im Südchinesischen Meer bis hin zu politischen Misstönen zwischen der Türkei und der EU einschließlich deren Auswirkungen auf die Flüchtlingsströme in die EU. Während einige dieser Risiken stärker lokal oder regional begrenzt sind, weisen andere eine globalere Dimension auf und lassen sich hinsichtlich ihrer wahrscheinlichen Entwicklung und ihrer Auswirkungen nur schwer abschätzen. Ein Index geopolitischer Spannungen, der kriegerische Ereignisse, politische Spannungen und

Terroranschläge umfasst, zeigt für die Zeit von Anfang 2016 bis Anfang 2017 ein weitgehend unverändertes Niveau an.¹ Ferner hat sich seit der Wahl in den Vereinigten Staaten der Druck hin zu einer stärker national ausgerichteten Politik erhöht. Insgesamt tendierte die globale politische Unsicherheit in den letzten Jahren nach oben (siehe Abbildung B).

Abbildung B Globale wirtschaftspolitische Unsicherheit und Messgrößen geopolitischer Spannungen



Quellen: Haver, Federal Reserve Board und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Der Index der globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt für 17 Länder. Der Index der geopolitischen Risiken misst kriegerische Ereignisse, geopolitische Spannungen und Terroranschläge. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017 (geopolitische Risiken) bzw. April 2017 (globale wirtschaftspolitische Unsicherheit).

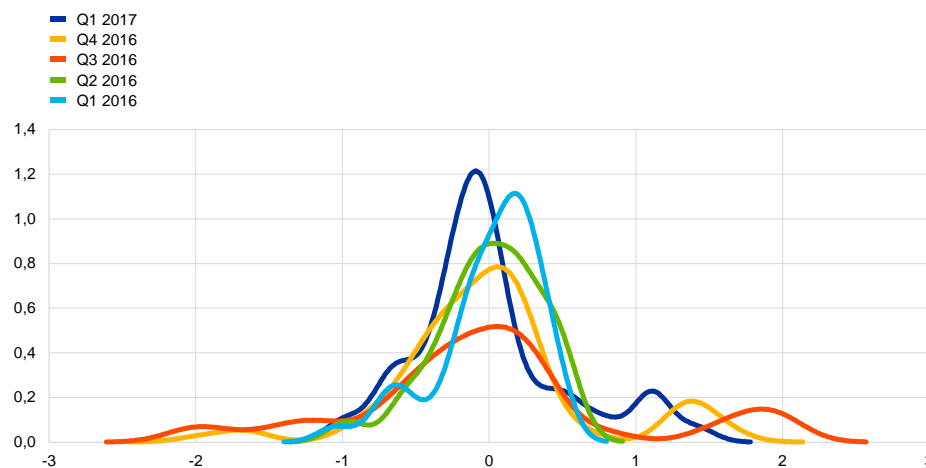
Nach wie vor bestehen auf mittlere Sicht Risiken im Zusammenhang mit den negativen Auswirkungen des Brexit. Die unmittelbare Wirkung des im Vereinigten Königreich durchgeführten Referendums über die EU-Mitgliedschaft hat sich als weniger belastend als ursprünglich erwartet erwiesen. Das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich war 2016 relativ robust, schwächte sich zu Beginn des laufenden Jahres bei ansteigender Inflation im Gefolge der Abwertung des Pfund Sterling jedoch ab. Die Streuung der von Consensus Economics erstellten Prognosen hat sich zwar verringert (siehe Abbildung C), ist jedoch nach wie vor größer als in der Phase vor dem Referendum. Dessen ungeachtet bestehen mittelfristige Risiken fort, besonders im Zusammenhang mit dem Ergebnis der EU-Austrittsverhandlungen und den künftigen Handelsbeziehungen.

¹ Siehe Dario Caldara und Matteo Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, Working Paper des Board of Governors des Federal Reserve System, 2016.

Abbildung C

Streuung der Wachstumsprognosen für das Vereinigte Königreich

(Kerndichten mittelwertbereinigter Wachstumsprognosen für das Folgejahr)



Quellen: Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Alles in allem legt die Analyse den Schluss nahe, dass sich die bestehenden Abwärtsrisiken für das globale Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr möglicherweise verringert haben, aber nicht vollständig gebannt sind; darüber hinaus haben sich neue Risiken herausgebildet. Einerseits scheint die

umsichtige Kommunikation des Federal Reserve System in Verbindung mit der in nur sehr kleinen Schritten erfolgenden geldpolitischen Straffung sowie der geringeren Anfälligkeit wichtiger Schwellenländer die Gefahr einer ungeordneten Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen gemildert zu haben. Andererseits sind die Verwundbarkeiten angesichts der erneut gestiegenen Verschuldung auf mittlere Sicht nach wie vor hoch, obgleich die Bedenken hinsichtlich der kurzfristigen Wachstumsaussichten für China unter anderem durch konjunkturstützende Maßnahmen zerstreut werden konnten. Überdies haben auch die erheblichen geopolitischen Spannungen weiter Bestand. Zugleich haben sich neue Gefahrenquellen aufgetan. So herrscht beträchtliche politische Unsicherheit im Zusammenhang mit den von der neuen US-Regierung verfolgten Vorhaben in der Finanz- und vor allem der Handelspolitik, wobei von Letzterer potenziell signifikante Negativeffekte auf die Weltwirtschaft ausgehen können. Die erwartete graduelle Erholung der Weltwirtschaft hängt darüber hinaus von einer Reihe wichtiger politischer Annahmen ab und bleibt weiterhin in hohem Maße darauf angewiesen, dass die geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen fortgeführt werden. Im Ergebnis scheinen sich einige Risiken somit zwar verringert zu haben, aber hinsichtlich des Weltwirtschaftsausblicks überwiegen doch weiterhin die Abwärtsrisiken.

2 Umsetzung und Wirkung des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors

Am 8. Juni 2017 jährte sich die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP)² zum ersten Mal. Das CSPP ist Teil des erweiterten Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) und wurde aufgelegt, um das Durchwirken der Wertpapierankäufe des Eurosystems auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft zu verstärken.

Das Spektrum der Anleihen, die im Rahmen des CSPP angekauft werden können, wurde bewusst breit gewählt, und für die Zusammensetzung sind in erster Linie geldpolitische Überlegungen sowie Erwägungen zum Risikomanagement maßgeblich. Bei der Verfolgung ihres Ziels, nämlich der Gewährleistung von Preisstabilität, handelt die EZB ihrem Mandat entsprechend im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Ressourceneinsatz gefördert wird. Folglich strebt die EZB eine marktneutrale Umsetzung des APP an, weshalb die CSPP-Ankäufe anhand einer Benchmark durchgeführt werden, die den Marktwert der für den Ankauf zugelassenen Anleihen proportional widerspiegelt.³

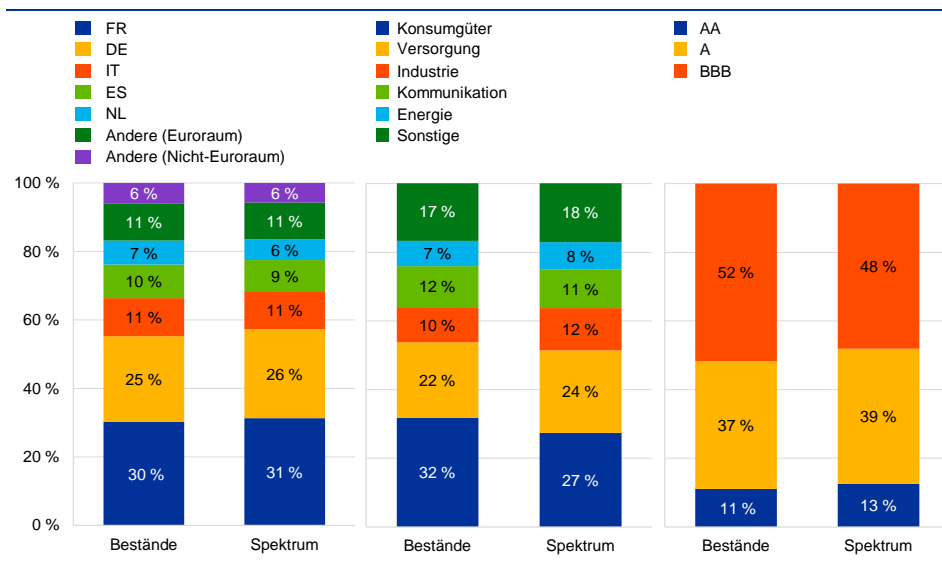
Die Zusammensetzung der CSPP-Bestände deckt sich im Wesentlichen mit der des Spektrums ankauffähiger Anleihen. Am 7. Juni 2017 beliefen sich die CSPP-Bestände auf 92 Mrd €. Dies entspricht rund 11 % aller ankauffähigen Anleihen. Die Bestände verteilen sich auf etwa 950 Wertpapiere und rund 200 Emittentengruppen. Was die Länderzuordnung der Bestände nach Risiko (Country of Risk) betrifft, sind die CSPP-Bestände sehr ähnlich zusammengesetzt wie das Gesamtspektrum zugelassener Papiere (siehe Abbildung A). Auch im Hinblick auf die Wirtschaftssektoren oder Ratingkategorien gibt es keine größeren Abweichungen zwischen den CSPP-Beständen und den jeweiligen Anteilen an der Gesamtheit der ankauffähigen Anleihen. Bei 12 % der erworbenen Papiere lag die Rendite zum Ankaufzeitpunkt im negativen Bereich, aber über dem Zinssatz für die Einlagefazilität.

² Eine erste Analyse der Auswirkungen des CSPP findet sich in: EZB, Der Markt für Unternehmensanleihen und das EZB-Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

³ Die EZB erwirbt sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt von Unternehmen des Nichtbankensektors im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere. Für den Ankauf kommen nur solche Wertpapiere in Betracht, die für die Kreditgeschäfte des Eurosystems als Sicherheiten zugelassen sind. Einzelheiten zur Ausgestaltung des Programms und zu den Zulassungskriterien finden sich in Beschluss (EU) 2016/948 der Europäischen Zentralbank vom 1. Juni 2016 zur Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (EZB/2016/16, ABl. L 157 vom 15.6.2016, S. 28).

Abbildung A

Aufgliederung der CSPP-Bestände und der CSPP-fähigen Anleihen nach Ländern, Sektoren und Ratingkategorien



Quellen: EZB und Bloomberg.

Anmerkung: Die Einstufung nach Country of Risk, Sektor und bestem Rating stammt von Bloomberg. Die Verteilung basiert auf Nominalwerten.

Um die Wirksamkeit der Geldpolitik sicherzustellen, gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Marktteilnehmer zu bewahren und unangemessene Marktverzerrungen zu vermeiden, erfolgt im Hinblick auf das Spektrum CSPP-fähiger Anleihen keine Bevorzugung oder Benachteiligung aufgrund von umweltbezogenen oder sozialen Kriterien. Wenngleich die EZB die Auffassung teilt, dass Umweltbewusstsein sowie ethisch und sozial verantwortungsvolles Handeln gesellschaftlich wichtig sind, obliegt es doch in erster Linie den politischen Entscheidungsträgern, sich auf geeignete politische Konzepte und Maßnahmen zu verständigen, diese zu definieren und voranzutreiben. Dieses Anliegen lässt sich nicht in ein groß angelegtes Wertpapierankaufprogramm integrieren, das eine auf relativ kurze Zeit begrenzte geldpolitische Maßnahme darstellt. Dies würde den Beitrag des APP zur Erfüllung des Mandats der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, beeinträchtigen. Erwähnenswert ist jedoch, dass einige Vermögenswerte, die zum CSPP zugelassen sind und bereits vom Eurosystem erworben wurden, zu den sogenannten grünen Anleihen („green bonds“) zählen. Die gehaltenen Bestände an diesen Anleihen entsprechen weitgehend ihrer Gewichtung in der Benchmark.

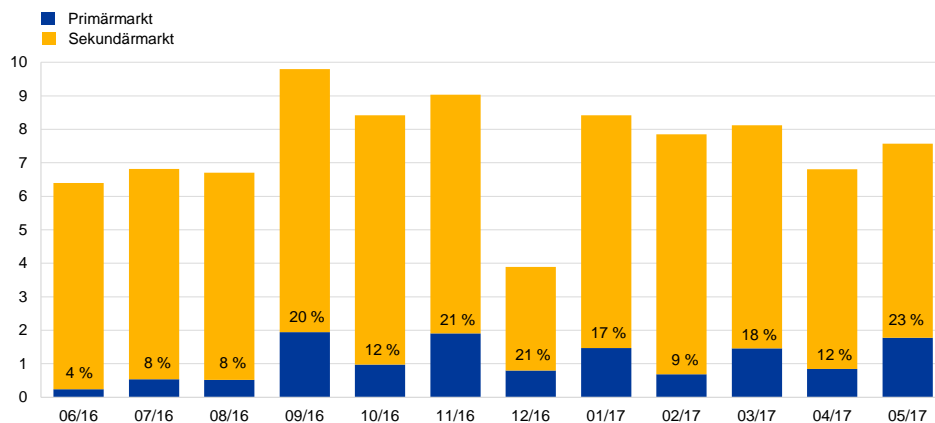
Das Ankauftempo beim CSPP hängt von den jeweiligen Marktbedingungen ab.

Der monatliche Nettoerwerb von Vermögenswerten lag von Juni 2016 bis einschließlich Mai 2017 zwischen knapp 4 Mrd € und knapp 10 Mrd € (siehe Abbildung B). Gegen Jahresende waren die Ankäufe besonders gering, da in dieser Zeit typischerweise kaum Anleihen begeben werden und am Sekundärmarkt ein niedriges Liquiditätsniveau herrscht.

Abbildung B

Monatlicher Nettoerwerb im Rahmen des CSPP nach Transaktionsmarkt

(in Mrd €)



Quellen: EZB und Bloomberg.
Anmerkung: Die Verteilung basiert auf Buchwerten.

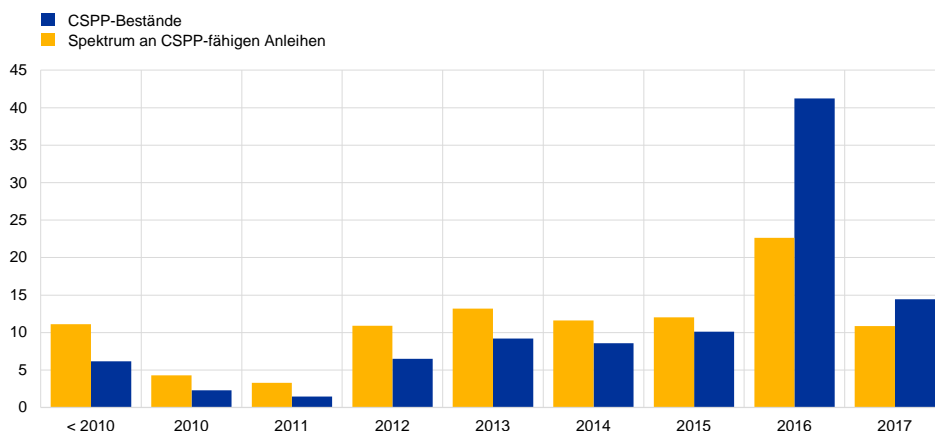
Im Rahmen des CSPP werden sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt Wertpapiere erworben; 15 % der seit Beginn des Programms angekauften Papiere wurden am Primärmarkt aufgenommen.

Aufgrund dieser Primärmarktankäufe und der größeren Liquidität neu begebener Anleihen enthalten die CSPP-Bestände tendenziell mehr Anleihen, die erst kürzlich emittiert wurden; über die Hälfte wurde 2016 und 2017 begeben (siehe Abbildung C). Die anlegerseitige Nachfrage nach CSPP-fähigen Unternehmensanleihen war im Schnitt rund dreimal höher als die emittierte Menge. Bei der letztendlichen Zuteilung behandeln die Emittenten das Eurosystem in der Regel ähnlich wie die meisten anderen Investoren.

Abbildung C

Aufgliederung der CSPP-Bestände nach Emissionsjahr

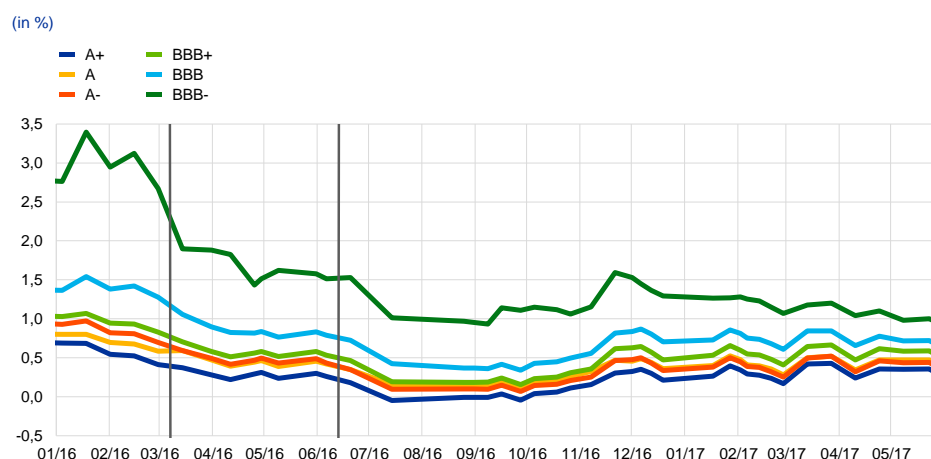
(in %)



Quellen: EZB und Bloomberg.
Anmerkung: Die Verteilung basiert auf Nominalwerten. Die Daten für 2017 decken Anleihekäufe ab, die im Zeitraum vom 1. Januar bis zum 7. Juni abgewickelt wurden.

Seit der Ankündigung des CSPP im März 2016 hat sich der Markt für Unternehmensanleihen positiv entwickelt. Die Bekanntgabe hatte zu diesem Zeitpunkt einen messbaren Effekt auf die Preisgestaltung am Sekundärmarkt für Unternehmensanleihen.⁴ Die Renditen von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet waren nach der Ankündigung bis zum Herbst 2016 konstant rückläufig (siehe Abbildung D). Anschließend stiegen sie aufgrund eines wachsenden Angebots an neuen Anleihen und einer weltweiten Zunahme der Risikoprämien wieder an. Seit Jahresbeginn 2017 sind die Unternehmensanleiherenditen im Euroraum insgesamt gesunken und wiesen dabei eine recht geringe Volatilität auf. Die allgemeinen Liquiditätsbedingungen am Markt sind für die Anleihekäufe des Eurosystems im Rahmen des CSPP nach wie vor günstig.

Abbildung D
Fünfjahresrenditen CSPP-fähiger Anleihen nach Ratingkategorien



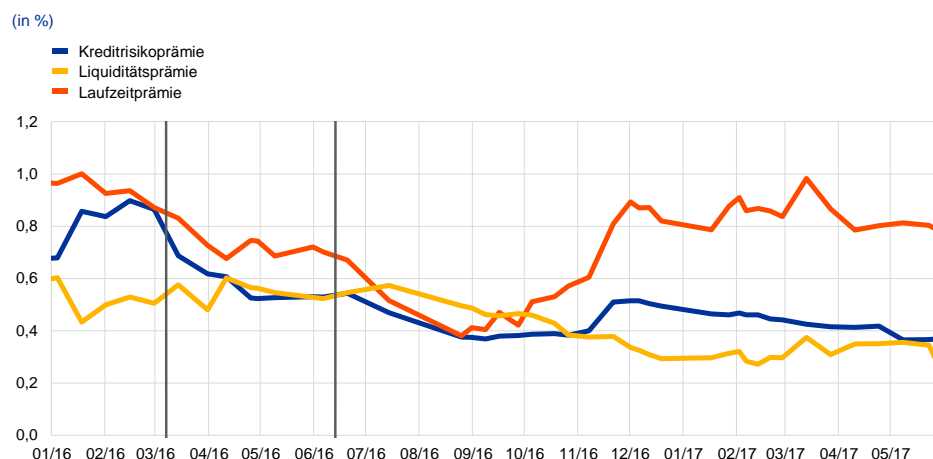
Quellen: EZB und Bloomberg.
Anmerkung: Es werden zweiwöchentliche Daten verwendet. Die vertikalen Linien markieren die Ankündigung des CSPP am 10. März 2016 und den Beginn der Ankäufe im Rahmen des CSPP am 8. Juni 2016. Die Fünfjahresrenditen bei konstanter Laufzeit basieren auf geschätzten Zinsstrukturkurven für Portfolios an CSPP-fähigen Anleihen unter Zugrundelegung der besten Bonitätseinstufung.

Die Risikoprämien am Markt für CSPP-fähige Anleihen hielten sich in Grenzen und zeigten sich widerstandsfähig gegenüber Schocks. Die Kreditrisikoprämie hat sich seit der Ankündigung des CSPP nahezu ununterbrochen verringert (siehe Abbildung E); Rückmeldungen von Marktteilnehmern zufolge spiegelt dies unter anderem die hohe Nachfrage der Anleger nach Anleihen von niedriger bewerteten Unternehmen wider. Die Marktteilnehmer berichteten zudem, dass Investoren ihre Portfolios im Zuge des CSPP zugunsten riskanterer nicht zugelassener Vermögenswerte umschichten oder die geografische Verteilung zugunsten von Beständen außerhalb des Euroraums anpassen. Auch die Laufzeitprämie war fast im gesamten Jahr 2016 rückläufig, bevor sie im Schlussquartal wieder anstieg. Nach Angaben der Marktteilnehmer sind einige Anleger inzwischen weniger geneigt, das Laufzeitrisiko am Unternehmensanleihemarkt in Kauf zu nehmen, da sie eine weltweite Zunahme der Zinsen erwarten. Die Liquiditätsprämie weist seit Beginn des

⁴ Eine erste Analyse der Auswirkungen des CSPP findet sich in: EZB, Der Markt für Unternehmensanleihen und das EZB-Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

CSPP einen leichten Abwärtstrend auf, was ein Zeichen für einen gut funktionierenden Markt darstellt.⁵

Abbildung E
Bepreisung von Kreditrisiko-, Liquiditäts- und Laufzeitunterschieden am CSPP-Anleihemarkt



Quellen: EZB und Bloomberg.

Anmerkung: Es werden zweiwöchentliche Daten verwendet. Die vertikalen Linien markieren die Ankündigung des CSPP am 10. März 2016 und den Beginn der Ankäufe im Rahmen des CSPP am 8. Juni 2016. Die Kreditrisikoprämie wird näherungsweise anhand des Renditeabstands zwischen fünfjährigen CSPP-fähigen Unternehmensanleihen mit Ratings von A+ und BBB ermittelt. Die Laufzeitprämie wird näherungsweise beziffert anhand des durchschnittlichen Verlaufs (sieben Jahre minus zwei Jahre) der Zinsstrukturkurven für Portfolios CSPP-fähiger Unternehmensanleihen mit Ratings von A-, A und A+. Die Liquiditätsprämie wird näherungsweise anhand der Differenz zwischen den geschätzten Fünfjahresrenditen zweier Portfolios an CSPP-fähigen Unternehmensanleihen mit BBB+-Rating ermittelt: Ein Portfolio enthält Anleihen mit ausstehenden Beträgen von unter 300 Mio €, das andere enthält Anleihen mit ausstehenden Beträgen von über 500 Mio € (Letztere gelten am Unternehmensanleihemarkt des Euroraums als Benchmark-Anleihen).

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich verbessert.

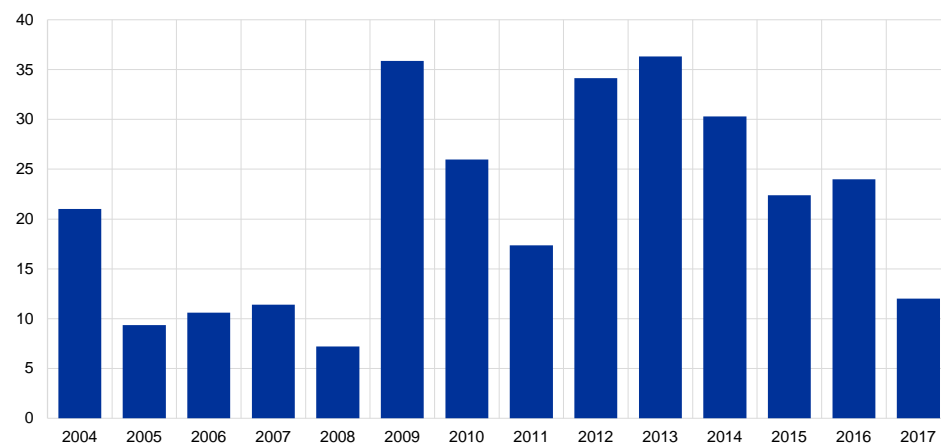
Marktteilnehmern zufolge ist das CSPP ein Faktor gewesen, der die Fähigkeit der Unternehmen zur Emission von Anleihen unterstützt und den Markt für Unternehmensanleihen vertieft habe. Es hat jedoch nicht den Anschein, als habe das CSPP direkt eine verstärkte Wertpapieremission durch neue oder selten aktive Emittenten aus dem Euroraum ausgelöst (siehe Abbildung F).

⁵ Diese Verringerung erfolgte, obwohl die CSPP-Käufe auf Anleihen mit größeren ausstehenden Beträgen ausgerichtet wurden, die in der Regel liquider sind als solche mit kleineren ausstehenden Beträgen und dem Eurosystem somit häufiger angeboten werden.

Abbildung F

Emission von Unternehmensanleihen durch selten aktive nichtfinanzielle Emittenten aus dem Euroraum

(in Mrd €)



Quelle: Dealogic.

Anmerkung: Selten aktive nichtfinanzielle Emittenten von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum sind definiert als Unternehmen, die innerhalb der vorangegangenen fünf Kalenderjahre keine Anleihen begeben haben. Die Daten für 2017 decken den Zeitraum vom 1. Januar bis zum 7. Juni ab. Sie umfassen alle bewerteten und nicht bewerteten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Eurogebiets, die Emissionen in Euro vornehmen.

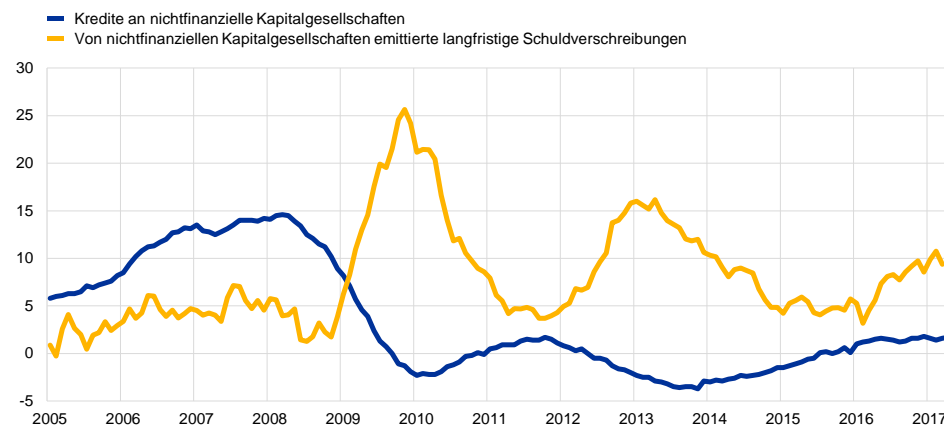
Die Jahreswachstumsrate der Emission von Unternehmensanleihen hat sich seit dem Frühjahr 2016 insgesamt erhöht und belief sich in den ersten Monaten 2017 auf rund 10 %. Die Anleiheemission durch nichtfinanzielle

Kapitalgesellschaften im Euroraum nahm vor allem im Zeitraum von 2009 bis 2010 sowie im Jahr 2013 zu, als sie vor dem Hintergrund einer rückläufigen Unternehmenskreditvergabe als Ersatz für Bankdarlehen diente. Im Gegensatz dazu erfolgte der jüngste Emissionsanstieg parallel zu einer Steigerung der Bankkreditvergabe und unterstützte somit ergänzend zu Bankdarlehen die Finanzierung des Unternehmenssektors (siehe Abbildung G).

Abbildung G

Veränderung der Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Daten umfassen die Emission von Schuldverschreibungen durch und Kredite an alle nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum, die auf Euro lauten und von den Wertpapierstatistiken der EZB und den Statistiken der monetären Finanzinstitute (MFIs) abgedeckt werden. Die jüngsten Angaben für die EZB-Wertpapierstatistiken beziehen sich auf März 2017 und jene für die MFI-Statistiken auf April 2017.

Das CSPP kam auch Unternehmen zugute, die sich nicht über die Kapitalmärkte refinanzieren. Dies gilt insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), da die vorteilhaften Bedingungen an den Anleihemärkten positive Übertragungseffekte zur Folge hatten, die die Bankkreditvergabe über verschiedene Kanäle begünstigten. Wenn sich beispielsweise große Unternehmen verstärkt über die Begebung von Anleihen (und nicht über Bankkredite) finanzieren, setzt dies in den Bankbilanzen Kapazitäten für eine mögliche Kreditvergabe an KMUs frei. Die Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Euro-Währungsgebiet von Oktober 2016 bis März 2017 bestätigen, dass die KMUs weiterhin von der besseren Verfügbarkeit von Bankdarlehen profitieren und diese zu niedrigeren Zinssätzen erhalten als in der vorherigen Umfragerunde.

3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 25. Januar bis zum 2. Mai 2017

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der ersten und zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres (25. Januar bis 14. März 2017 sowie 15. März bis 2. Mai 2017) betrachtet. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen im gesamten Berichtszeitraum unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 %.

Am 29. März wurde im Rahmen des vierten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) der zweiten GLRG-Serie (GLRG II) Liquidität in Höhe von 233,4 Mrd € an insgesamt 474 Bieter verteilt. Die Zahl der Teilnehmer lag erheblich über den Markterwartungen, was im Wesentlichen mit der attraktiven Preisgestaltung und der Tatsache zusammenhing, dass es sich um das letzte Geschäft dieser Serie handelte. Die im Rahmen der Operation zugeführte Liquidität wurde nur geringfügig durch freiwillige Rückzahlungen aus dem ersten und zweiten Geschäft der ersten GLRG-Serie (GLRG I) kompensiert, die sich auf 16,7 Mrd € beliefen. Demnach betrug die Nettoliquiditätszuführung 216,7 Mrd €, wodurch sich der ausstehende Gesamtbetrag der beiden GLRG-Programme zum Ende des Berichtszeitraums auf 761,7 Mrd € erhöhte. Die Abwicklung des vierten GLRG-II-Geschäfts fiel zeitlich zusammen mit einem Rückgang der im Rahmen der HRGs durchschnittlich zugeteilten Liquidität, die gegenüber der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2016 um 10,5 Mrd € auf 23,8 Mrd € sank.

Überdies 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 fort. Die Ankäufe erfolgten bis März 2017 im geplanten Umfang von durchschnittlich 80 Mrd € pro Monat und ab April 2017 im beschlossenen reduzierten Zielvolumen von monatlich 60 Mrd €.

Liquiditätsbedarf

Im Berichtszeitraum belief sich der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euroraum – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren und Mindestreserve-Soll – auf 1 086,2 Mrd €, er hat sich somit gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (d. h. der siebten und achten Reserveperiode 2016) um 93 Mrd € erhöht. Ursächlich hierfür war fast ausschließlich die Entwicklung der durchschnittlichen autonomen Faktoren (netto), die um 90,6 Mrd € stiegen und einen Höchststand von 965,7 Mrd € erreichten; das Mindestreserve-Soll erhöhte sich indes nur geringfügig um 2,5 Mrd € auf 120,5 Mrd €.

Die Zunahme der aggregierten autonomen Faktoren war im Wesentlichen auf einen Anstieg der liquiditätsabschöpfenden Faktoren zurückzuführen. Hierzu trugen vor allem die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei, die sich in der

Berichtsperiode um 19,1 Mrd € auf durchschnittlich 171,1 Mrd € erhöhten. Auch bei den sonstigen autonomen Faktoren wurde im Durchschnitt eine Zunahme verzeichnet, und zwar um 15,7 Mrd € auf 698 Mrd €. Die Banknotennachfrage stieg im Schnitt nur leicht an (um 4,1 Mrd € auf 1 146,6 Mrd €) und stabilisierte sich somit im Anschluss an die übliche Zunahme zum Jahresende.

Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

	25. Januar 2017 bis 2. Mai 2017		26. Oktober 2016 bis 24. Januar 2017		Zweite Erfüllungsperiode 2017		Erste Erfüllungsperiode 2017	
Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 983,7	(+39,0)	1 944,8	2 014,9	(+62,3)	1 952,6	(+9,8)	
Banknotenumlauf	1 114,6	(+4,1)	1 110,5	1 118,4	(+7,5)	1 110,8	(-8,3)	
Einlagen öffentlicher Haushalte	171,1	(+19,1)	152,0	182,0	(+21,6)	160,3	(+17,3)	
Sonstige autonome Faktoren	698,0	(+15,7)	682,3	714,6	(+33,1)	681,4	(+0,8)	
Guthaben auf Girokonten	1 021,0	(+153,2)	867,8	1 081,1	(+120,2)	960,9	(+41,9)	
Geldpolitische Instrumente	635,1	(+80,0)	555,1	670,6	(+71,0)	599,6	(+46,4)	
Mindestreserve-Soll	120,5	(+2,5)	118,0	120,6	(+0,3)	120,4	(+1,6)	
Einlagefazilität	514,6	(+77,5)	437,1	550,0	(+70,7)	479,2	(+44,8)	
Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)	
Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	1 018,3	(-51,7)	1 070,0	1 014,7	(-7,2)	1 021,9	(-20,2)	
Nettoforderungen in Fremdwährung	670,5	(-11,1)	681,5	678,6	(+16,2)	662,4	(-12,3)	
Nettoforderungen in Euro	347,8	(-40,6)	388,4	336,2	(-23,4)	359,5	(-7,9)	
Geldpolitische Instrumente	2 501,3	(+321,2)	2 180,1	2 631,5	(+260,4)	2 371,1	(+116,6)	
Offenmarktgeschäfte	2 501,0	(+321,1)	2 179,9	2 631,2	(+260,4)	2 370,8	(+116,5)	
Tendergeschäfte	654,6	(+91,4)	563,2	725,9	(+142,7)	583,3	(-0,2)	
HRGs	23,8	(-10,5)	34,3	18,5	(-10,5)	29,0	(-5,6)	
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	8,2	(-5,0)	13,3	7,4	(-1,6)	9,1	(-2,7)	
Erste Serie gezielter LRGs (GLRG I)	32,5	(-14,7)	47,2	26,5	(-12,0)	38,5	(-2,4)	
Zweite Serie gezielter LRGs (GLRG II)	590,1	(+121,6)	468,5	673,5	(+166,8)	506,7	(+10,4)	
Outright-Geschäfte	1 846,4	(+229,7)	1 616,7	1 905,3	(+117,9)	1 787,5	(+116,6)	
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	10,3	(-2,8)	13,1	9,6	(-1,4)	11,0	(-1,5)	
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	6,4	(-0,6)	7,0	6,1	(-0,6)	6,7	(-0,2)	
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	213,3	(+10,5)	202,7	215,3	(+4,1)	211,3	(+6,3)	
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	99,5	(-2,7)	102,2	99,3	(-0,6)	99,8	(-2,4)	
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	23,8	(+1,4)	22,4	24,1	(+0,6)	23,5	(+0,5)	
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	1 422,0	(+200,8)	1 221,2	1 473,5	(+103,0)	1 370,5	(+101,9)	
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	71,1	(+23,1)	48,0	77,5	(+12,7)	64,7	(+12,1)	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	(+0,1)	0,2	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,1)	
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Aggregierter Liquiditätsbedarf	1 086,2	(+93,0)	993,2	1 121,1	(+69,8)	1 051,3	(+31,5)	
Autonome Faktoren ¹	965,7	(+90,6)	875,2	1 000,5	(+69,5)	931,0	(+29,9)	
Überschussliquidität	1 414,8	(+228,1)	1 186,7	1 510,2	(+190,7)	1 319,4	(+84,9)	
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	-0,354	(-0,004)	-0,350	-0,356	(-0,003)	-0,352	(-0,001)	

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“.

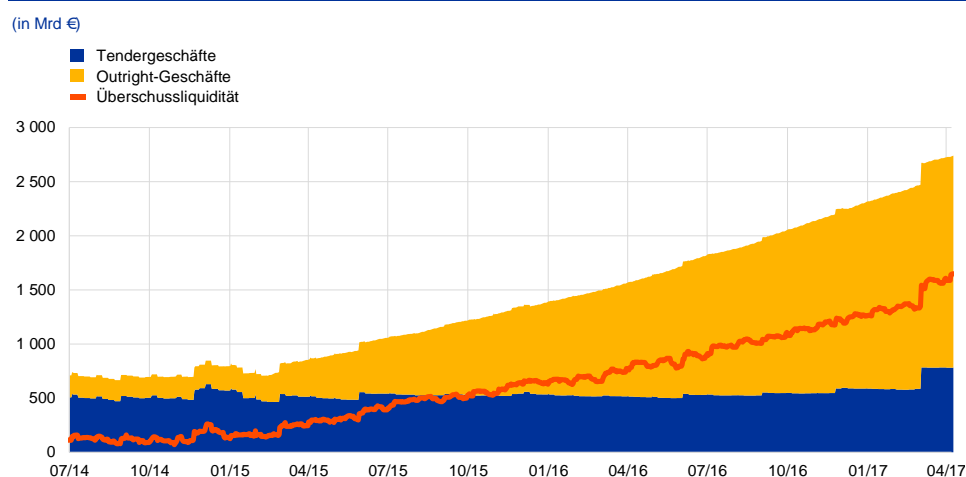
Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum ab, was dem anhaltenden Rückgang der Nettoforderungen in Euro und einer leichten Verringerung der Nettoforderungen in Fremdwährung zuzuschreiben war. Die Nettoforderungen in Euro betragen durchschnittlich 347,8 Mrd € und fielen somit 40,6 Mrd € geringer aus als im Referenzzeitraum zuvor. Verantwortlich hierfür war ein Rückgang der Finanzanlagen, die vom Eurosystem für nicht geldpolitische Zwecke gehalten werden. Außerdem war eine Zunahme der von ausländischen öffentlichen Institutionen bei den nationalen Zentralbanken gehaltenen Verbindlichkeiten zu verzeichnen. Die Nettoforderungen in Fremdwährung verringerten sich im Schnitt um 11,1 Mrd € auf 670,5 Mrd €.

Die Volatilität der autonomen Faktoren veränderte sich gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum kaum und lag weiterhin auf einem erhöhten 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 321,1 Mrd € auf 2 501 Mrd € am Ende des Berichtszeitraums (siehe Abbildung). Bedingt war die Zunahme im Wesentlichen durch das erweiterte APP der EZB und das vierte GLRG-II-Geschäft, durch das am 29. März 2017 Liquidität in Höhe von 233,4 Mrd € bereitgestellt wurde.

Entwicklung der geldpolitischen Instrumente und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte stieg um 91,4 Mrd € auf 654,6 Mrd €. Dabei glich die höhere Zuteilung über die GLRGs den Rückgang der über Standardgeschäfte zugeführten Liquidität mehr als aus. So wurden über HRGs und dreimonatige LRGs im Schnitt 10,5 Mrd € bzw. 5 Mrd € weniger bereitgestellt als im letzten Berichtszeitraum, wohingegen sich der durchschnittliche ausstehende Betrag der GLRGs um 106,9 Mrd € erhöhte; dies

ergab sich als Nettoeffekt aus der Abwicklung der vierten GLRG-II-Operation und den freiwilligen vorzeitigen Rückzahlungen von Mitteln aus dem ersten und zweiten GLRG-I-Geschäft.

Die Liquiditätszuführung über das APP nahm um 229,7 Mrd € auf im Schnitt 1 846,4 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 200,8 Mrd €, 10,5 Mrd €, 1,4 Mrd € bzw. 23,1 Mrd €. Beim Programm für die Wertpapiermärkte (SMP) und bei den ersten beiden Programmen zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP und CBPP2) kam es indes zu einer Tilgung im Umfang von insgesamt 6,1 Mrd €.

Überschussliquidität

Infolge der oben beschriebenen Entwicklungen stieg die durchschnittliche Überschussliquidität im Berichtszeitraum um 228,1 Mrd € auf 1 414,8 Mrd €

(siehe Abbildung). Diese Zunahme vollzog sich größtenteils in der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2017, in der sich der durchschnittliche Liquiditätsüberschuss aufgrund des vierten GLRG-II-Geschäfts um 190,7 Mrd € erhöhte. Indessen wurde der beabsichtigte monatliche Umfang der Ankaufprogramme ab April 2017 auf 60 Mrd € herabgesetzt. Die in der ersten Erfüllungsperiode verzeichnete geringere Steigerung von 84,9 Mrd € war überwiegend dadurch bedingt, dass sich die über Outright-Käufe bereitgestellte Liquidität zwar um 116,6 Mrd € erhöhte, dies aber teilweise durch einen Rückgang der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren um 20,2 Mrd € aufgezehrt wurde.

Die höhere Überschussliquidität führte im Berichtszeitraum zu einem Anstieg der durchschnittlichen Giroguthaben der Banken beim Eurosystem um 153,2 Mrd € auf 1 021 Mrd €. Zugleich erhöhte sich die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität weiter, und zwar um 77,5 Mrd € auf 514,6 Mrd €.

Zinsentwicklung

Die Tagesgeldsätze am Geldmarkt blieben in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität und lagen für bestimmte Sicherheitenkörbe am besicherten Markt sogar darunter. Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA (Euro Overnight Index Average) im Schnitt bei -0,354 % und damit geringfügig niedriger als in der Vorperiode (-0,350 %). Dabei bewegte er sich innerhalb einer relativ engen Bandbreite zwischen einem Höchststand von -0,345 % (am jeweils letzten Tag im Januar und Februar 2017) und einem historischen Tiefstand von -0,363 % (gegen

Ende April). Die durchschnittlichen Übernachtssätze für Repogeschäfte am besicherten Markt bei GC Pooling⁶ gaben im Vergleich zum vorangegangenen Betrachtungszeitraum leicht nach, und zwar um 0,018 Prozentpunkte auf -0,423 % für den Standardsicherheitenkorb und um 0,005 Prozentpunkte auf -0,403 % für den erweiterten Sicherheitenkorb.

Der zum Quartalsultimo übliche Rückgang der wichtigsten Reposätze fiel im März weniger stark aus als der entsprechende Rückgang am Jahresende. Dies könnte als Indiz dafür gewertet werden, dass sich die Marktteilnehmer früher und in größerem Umfang auf Verknappungen der Wertpapierliquidität vorbereitet haben. Ferner könnten sich in dieser Entwicklung positive Effekte widerspiegeln, die sich aus der Möglichkeit der Hinterlegung von Barsicherheiten für Wertpapierleihgeschäfte im Rahmen des PSPP ergeben.

⁶ GC Pooling ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

Jüngste Entwicklung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

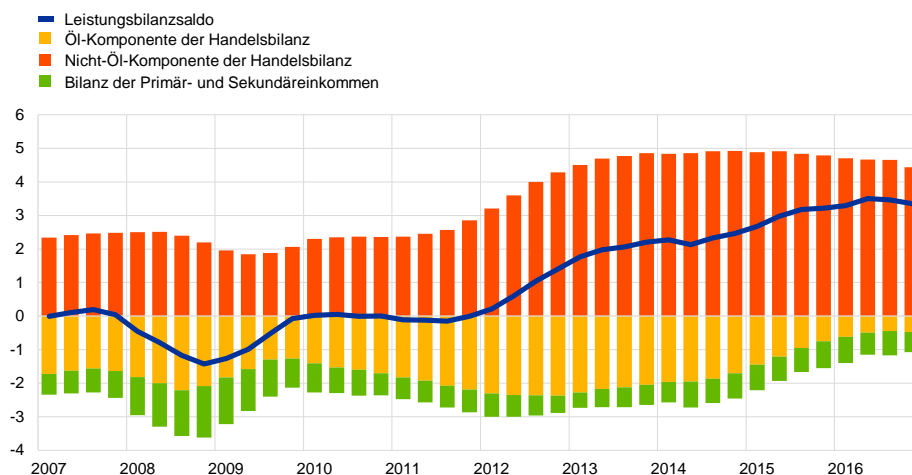
Seit Beginn des Jahrzehnts ist der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums stetig gestiegen und hat sich von einer weitgehend ausgeglichenen Position in einen Überschuss verwandelt. Im Jahr 2016 stabilisierte sich dieser Überschuss bei gut 3 % des BIP. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Gründe für diese Entwicklung beleuchtet.

Im Jahr 2016 fiel der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets mit 3,3 % des BIP geringfügig höher aus als im Jahr davor (3,2 %). Die Defizite in der Ölhandelsbilanz und beim Gesamtsaldo des Primär- und Sekundäreinkommens verringerten sich leicht, und der Aktivsaldo in der Handelsbilanz ohne Öl bildete sich weiter zurück (siehe Abbildung A). Hinter der insgesamt nur geringen Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses im vergangenen Jahr verbirgt sich die Tatsache, dass der Aktivsaldo in der zweiten Jahreshälfte, als sich die Ölpreise etwas erholten, auf Basis von Vierquartalsdurchschnitten abzunehmen begann. Dies steht im Gegensatz zur Entwicklung im Zeitraum von Mitte 2014 bis Mitte 2016, als der zunehmende Überschuss in der Leistungsbilanz des Eurogebiets nahezu vollständig dem Rückgang des Defizits im Ölhandel infolge des Ölpreisverfalls zuzuschreiben war.⁷

Abbildung A

Wichtigste Positionen der Leistungsbilanz des Euroraums

(in % des BIP; Vierquartalsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.

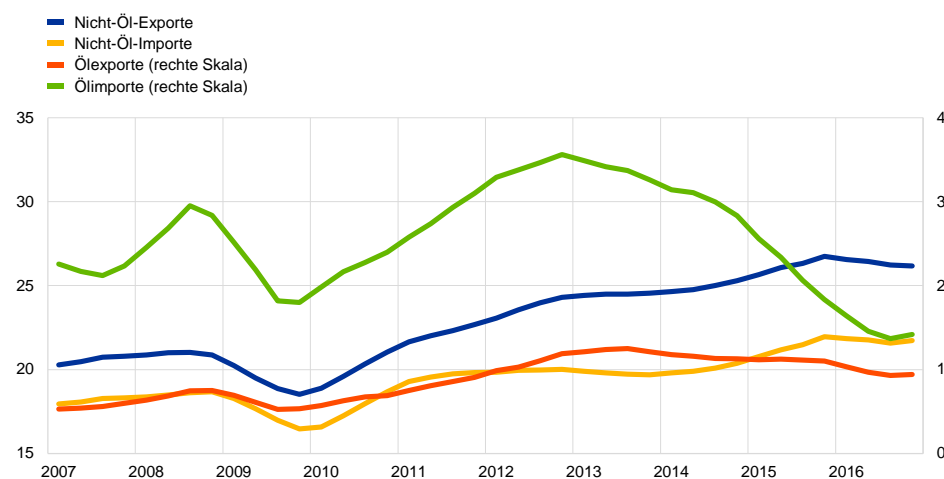
Anmerkung: Die Aufschlüsselung der Handelsbilanz in eine Öl- und eine Nicht-Öl-Komponente basiert auf der Außenhandelsstatistik von Eurostat. Zur Nicht-Öl-Komponente zählen auch Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

⁷ Siehe auch EZB, Der Einfluss des Ölpreisrückgangs auf den Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2016, Februar 2016.

Die Importe und Exporte des Euroraums waren im Jahr 2016 gemessen am BIP rückläufig, da die Preisentwicklung den Anstieg der Handelsvolumina mehr als wettmachte (siehe Abbildung B). Maßgeblich für die Verringerung des nominalen Handels in Relation zum BIP war ein Rückgang der Einfuhr- und Ausfuhrpreise, dem im vergangenen Jahr ein Anstieg des BIP-Deflators insgesamt gegenüberstand.⁸ Dem Volumen nach nahm der Außenhandel des Eurogebiets stärker zu als das BIP. Die realen Importe und Exporte erhöhten sich um 4,0 % bzw. 2,9 %, während das reale BIP um 1,7 % stieg. Die kräftige Ausweitung der Handelsvolumina steht im Einklang mit der laufenden wirtschaftlichen Erholung im Euroraum und weltweit. Da sich die nominalen Handelsströme gemessen am BIP bei den Ausfuhren stärker verminderten als bei den Einfuhren, nahm der Außenhandelsüberschuss des Eurogebiets leicht ab.

Abbildung B
Aufschlüsselung der Exporte und Importe des Euroraums

(in % des BIP; Vierquartalsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die Aufschlüsselung der Exporte und Importe in eine Öl- und eine Nicht-Öl-Komponente basiert auf der Außenhandelsstatistik von Eurostat. Zur Nicht-Öl-Komponente zählen auch Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

Die Handelsbilanzüberschüsse des Euro-Währungsgebiets gegenüber den EU-Ländern außerhalb des Euroraums und gegenüber den Vereinigten Staaten gingen von 2015 auf 2016 um rund 0,1 % des BIP zurück, während die Defizite des Eurogebiets im Handel mit China und Russland um 0,2 % bzw. 0,1 % des BIP sanken (siehe Abbildung C).⁹ Der bilaterale Handelsüberschuss des Euroraums gegenüber den nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Ländern betrug im Jahr 2016 rund 2 % des BIP, der Aktivsaldo im Handel mit den Vereinigten Staaten belief sich auf etwa 0,9 %. Ungefähr drei Viertel des Handelsüberschusses gegenüber den EU-Staaten, die nicht zum Eurogebiet gehören, entfielen 2016 auf

⁸ Den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge sanken die Einfuhr- und Ausfuhrpreise des Euroraums im Jahr 2016 um 2,4 % bzw. 1,3 %, während sich der BIP-Deflator um 0,9 % erhöhte.

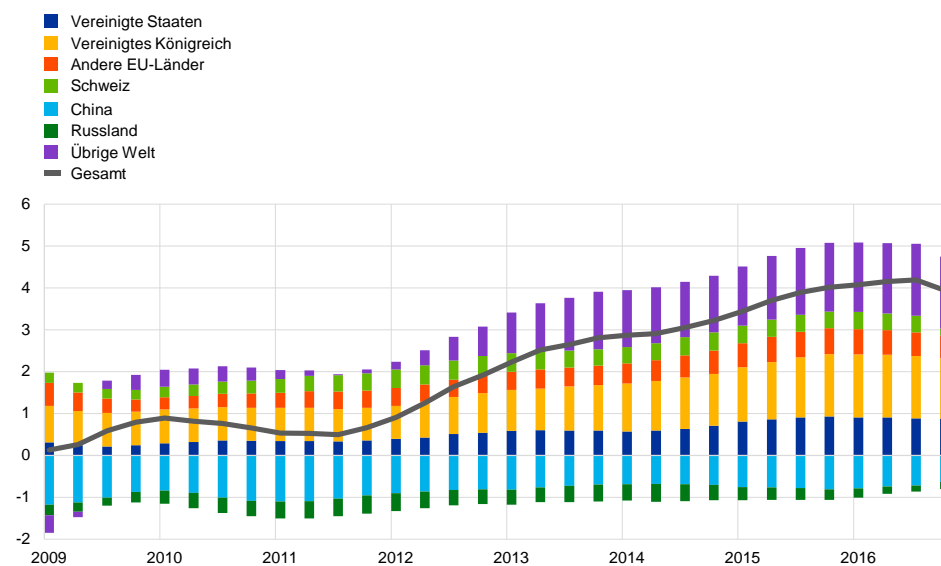
⁹ Die Analyse beschränkt sich auf die Handelsbilanz, da keine geografische Aufschlüsselung für die gesamte Leistungsbilanz verfügbar ist.

das Vereinigte Königreich. Zugleich wiesen die Euro-Länder Handelsbilanzdefizite gegenüber China und Russland in Höhe von 0,6 % bzw. 0,2 % des BIP auf.

Abbildung C

Geografische Aufschlüsselung der Handelsbilanz des Euroraums

(in % des BIP; Vierquartalsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.

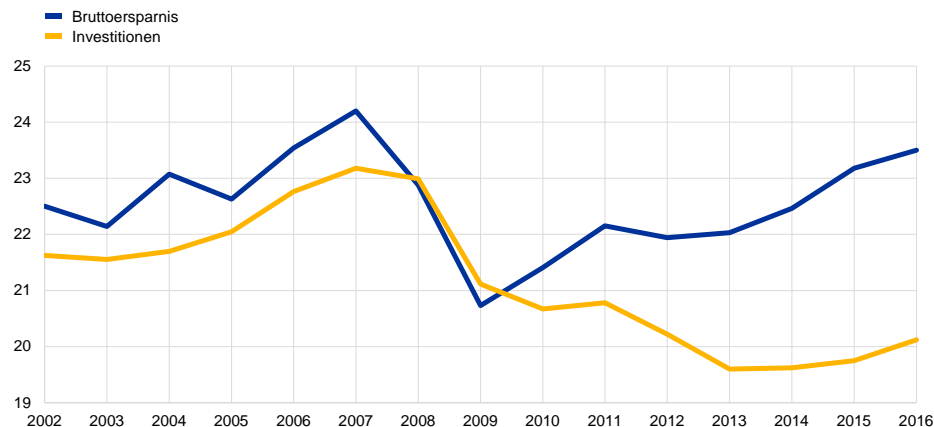
Anmerkung: Die „anderen EU-Länder“ umfassen die nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten ohne das Vereinigte Königreich. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

Im Hinblick auf die Ersparnisbildung bzw. die Investitionstätigkeit spiegelt die Stabilisierung des Leistungsbilanzsaldos im Jahr 2016 eine Belebung der Investitionen wider, durch die der anhaltende Anstieg der Bruttoersparnis weitgehend aufgewogen wurde (siehe Abbildung D). Im Rahmen einer einfachen Bilanzidentität entspricht der Leistungsbilanzsaldo in weiten Teilen der Lücke zwischen Inlandsersparnis und Investitionen, d. h. dem Finanzierungssaldo. Die in den Jahren zuvor zu beobachtende Ausweitung des Finanzierungsüberschusses des Euro-Währungsgebiets war auf eine kontinuierliche Zunahme der Bruttoersparnis und eine verhaltene Investitionstätigkeit (gemessen am BIP) zurückzuführen. Seit der im Jahr 2013 einsetzenden Konjunkturerholung sind jedoch sowohl die Spar- als auch die Investitionsquote gestiegen. Der private Sektor weist derzeit einen Finanzierungsüberschuss und der öffentliche Sektor weiterhin ein Finanzierungsdefizit auf, das sich in den letzten Jahren allerdings erheblich verringert hat.

Abbildung D

Bruttoersparnis und Investitionen im Euroraum

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2016.

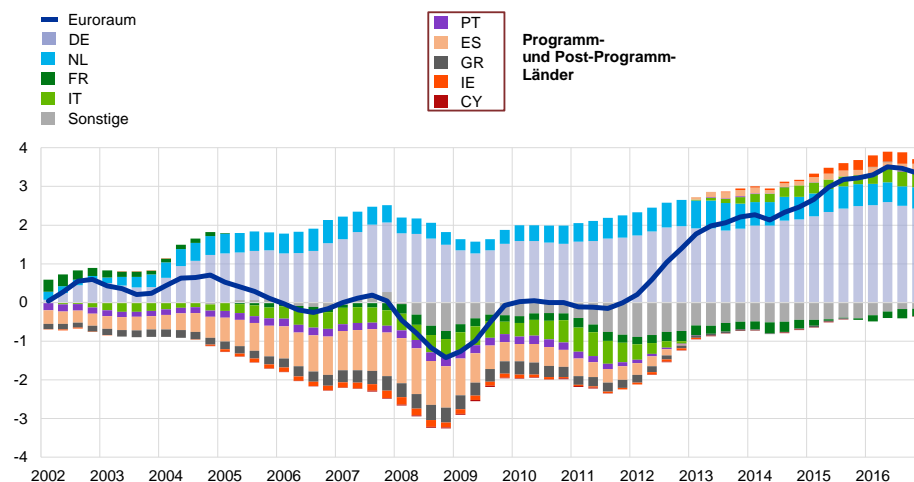
Deutschland leistete den größten Beitrag zum Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums im Jahr 2016, wenngleich die Beiträge anderer Länder ebenfalls hoch ausfielen (siehe Abbildung E). Im Jahr 2016 betrug der deutsche Leistungsbilanzüberschuss 2,4 % des Euroraum-BIP und jener der Niederlande 0,6 %, wobei auch Italien, Spanien und Irland mit 0,1 % bis 0,4 % des im Eurogebiet erwirtschafteten BIP positive Beiträge leisteten. Frankreich hingegen wies ein Leistungsbilanzdefizit von 0,2 % des Euroraum-BIP auf.

Im Jahr 2016 betrug der deutsche Leistungsbilanzüberschuss 2,4 % des Euroraum-BIP und jener der Niederlande 0,6 %, wobei auch Italien, Spanien und Irland mit 0,1 % bis 0,4 % des im Eurogebiet erwirtschafteten BIP positive Beiträge leisteten. Frankreich hingegen wies ein Leistungsbilanzdefizit von 0,2 % des Euroraum-BIP auf.

Abbildung E

Leistungsbilanzsaldo des Euroraums und ausgewählter Euro-Länder

(in % des BIP des Euroraums; Vierquartalsdurchschnitte)

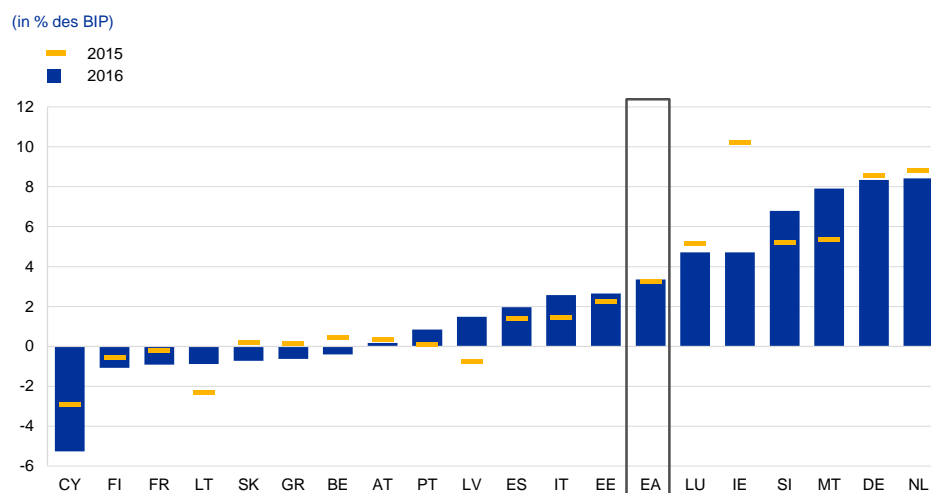


Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: In der zweiten Spalte der Legende sind Länder aufgeführt, die ein Finanzhilfeprogramm durchlaufen bzw. durchlaufen haben. „Sonstige“ enthält Angaben zu den in der Abbildung nicht aufgeführten Euro-Ländern und gleicht die statistische Diskrepanz aus, die sich aus Differenzen zwischen der Summe der Länderdaten und dem entsprechenden Aggregat für den Euroraum ergeben können. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

In den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets fiel die Entwicklung der Leistungsbilanz im Jahr 2016 relativ uneinheitlich aus (siehe Abbildung F). In den Ländern, die vor der globalen Finanzkrise hohe Leistungsbilanzdefizite aufgewiesen hatten, kam es im Zuge des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses der letzten Jahre zu einer deutlichen Korrektur, und in vielen Fällen konnten diese Volkswirtschaften ihre Defizite sogar in Überschüsse verwandeln. Die stärksten Leistungsbilanzverbesserungen gegenüber 2015 waren im Jahr 2016 in Malta und Lettland zu beobachten, und auch die Leistungsbilanzüberschüsse von Slowenien, Italien, Portugal, Spanien und Estland stiegen weiter an. Die deutlichste Verschlechterung der Leistungsbilanz wurde – wenngleich ausgehend von einem hohen Überschuss – in Irland verzeichnet, gefolgt von Zypern, dessen Defizit sich ausweitete. Die beträchtlichen und anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland, den Niederlanden und Luxemburg verringerten sich 2016 leicht.

Abbildung F
Leistungsbilanzsaldo des Euroraums und der Euro-Länder



Quellen: EZB und Eurostat.

5 Verschuldung und Schuldenabbau des privaten Sektors in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

Vor der Krise war in vielen Euro-Ländern ein Anstieg der Verschuldungsquote (Schulden im Verhältnis zum BIP) des Privatsektors zu beobachten.

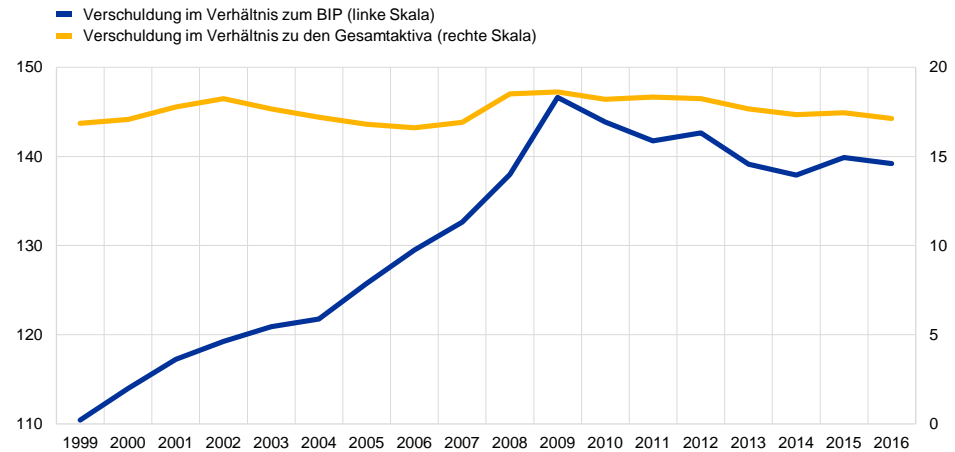
In mehreren Ländern des Euroraums war es im Vorfeld der Finanzkrise aufgrund eines kräftigen Nachfrageanstiegs und des damit verbundenen Kreditbooms zu einer erheblichen Zunahme der Inlandsverschuldung gekommen. Die Schulden des privaten Sektors (d. h. die Schulden privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften)¹⁰ im Eurogebiet erhöhten sich von 110 % des BIP im Jahr 1999 auf 147 % des BIP im Jahr 2009 (siehe Abbildung A). In den meisten Euro-Ländern stieg die Verschuldungsquote von 1999 bis zum Erreichen des Spitzenwerts deutlich stärker als das Aggregat für den gesamten Euroraum (siehe Abbildung B). Lediglich in Deutschland verringerte sich die Verschuldung des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP seit 1999. Die Verschuldungsquote des Privatsektors, die als Maß für die mittel- bis langfristige Tragfähigkeit der Schulden betrachtet werden kann, zeigte bis 2009 einen klaren Aufwärtstrend. Eine solche Tendenz ist jedoch weit weniger offensichtlich, wenn man die Verschuldung in Prozent der Gesamtaktiva, also den Verschuldungsgrad, betrachtet; dieser ließ während der expansiven Phase vor der Krise nicht auf eine mögliche Überschuldung schließen. Der Verschuldungsgrad berechnet sich auf Basis der Marktpreise von Vermögenswerten, deren Entwicklung die mit der zunehmenden Verschuldung verbundene Anfälligkeit zum Teil verschleierte. Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der Verschuldung und des Verschuldungsabbaus (Deleveraging) im privaten Sektor untersucht, wobei die Verschuldungsquote als Messgröße zugrunde gelegt wird.

¹⁰ In diesem Kasten wird die Verschuldung des privaten Sektors definiert als Summe aller Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ohne intrasektorale Kredite und von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebene Schuldverschreibungen. Die Abgrenzung entspricht der im Scoreboard für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten verwendeten Definition. Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen sind darin nicht enthalten. Die Verschuldung des privaten Sektors des Eurogebiets belief sich 2016 einschließlich der Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen auf 143 % des BIP bzw. ohne diese Ansprüche auf 139 %.

Abbildung A

Verschuldung des Privatsektors im Euroraum

(in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Gesamtaktiva umfassen finanzielle und nichtfinanzielle Aktiva (Immobilienvermögen sowie Anlagevermögen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften).

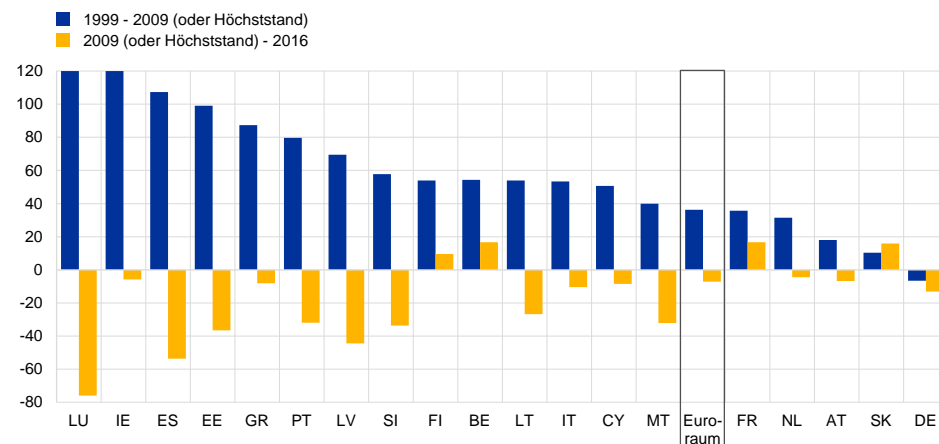
Seit dem Höchststand im Jahr 2009 weist die Verschuldung des privaten Sektors in Prozent des BIP im Eurogebiet insgesamt einen leichten Abwärtstrend auf.

Sie sank von 147 % des BIP im Jahr 2009 auf 139 % des BIP im vergangenen Jahr. Hinter diesem recht bescheidenen Rückgang verbergen sich sehr unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern. In einigen hoch verschuldeten Staaten ist die Verschuldungsquote des privaten Sektors seit ihrem Höchststand erheblich zurückgegangen. Der Rückgang war in Spanien besonders ausgeprägt (54 Prozentpunkte gegenüber dem Höchststand 2009) und machte somit die Hälfte der Zunahme in den vorangegangenen zehn Jahren wett; aber auch in Estland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Portugal und Slowenien kam es zu einem deutlichen Schuldenabbau (siehe Abbildung B). Dagegen war in anderen hoch verschuldeten Ländern (mit privaten Verschuldungsquoten von über 200 %) – namentlich in Irland, Zypern und den Niederlanden – kein größerer Rückgang zu erkennen. In Belgien, Frankreich, der Slowakei und Finnland sind die Verschuldungsquoten des Privatsektors in den vergangenen 18 Jahren sogar kontinuierlich gestiegen.

Abbildung B

Veränderung der Verschuldungsquoten des Privatsektors

(in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Der blaue Balken wurde für LU (157 Prozentpunkte) und IE (136 Prozentpunkte) gekappt. In EE, ES, LT, MT, NL, AT und PT wurde der Höchststand im Jahr 2009 erreicht, in LU im Jahr 2007, in LV und SI im Jahr 2010, in IE, GR und IT im Jahr 2012 und in CY im Jahr 2014.

Selbst nach der Anpassung im Gefolge der Krise sind die Verschuldungsquoten des Privatsektors in den einzelnen Euro-Ländern sehr heterogen geblieben. Aus Abbildung C geht hervor, dass sich die

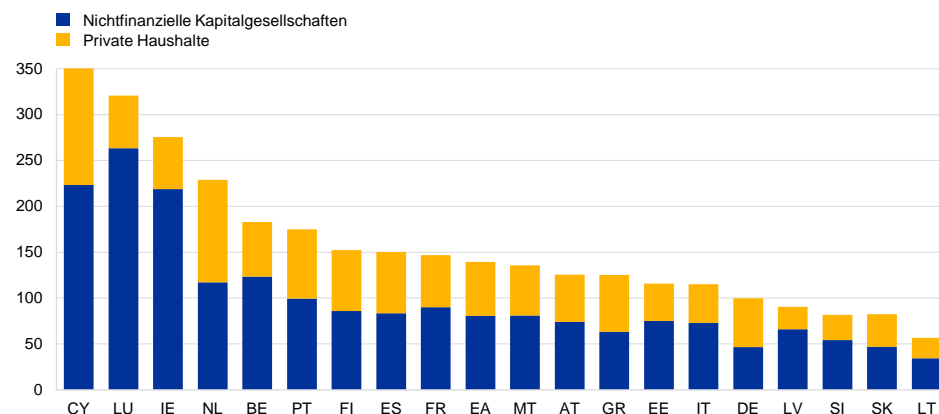
Verschuldungsquoten des privaten Sektors Ende 2016 im Bereich von 50 % des BIP bis 350 % des BIP bewegten. In den meisten Ländern liegen sie bei mehr als 100 %, und der Schwellenwert des Scoreboard für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten (133 % des BIP) wird von zehn Staaten des Euroraums überschritten (siehe Abbildung C). Zwar ist dieser Schwellenwert ein rein statistischer Indikator¹¹, der keine ökonomischen Fundamentalfaktoren berücksichtigt, er signalisiert jedoch, dass in einigen Ländern nach wie vor ein Verschuldungsabbau geboten sein könnte. Für ein abschließendes Urteil über das Ausmaß des erforderlichen Schuldenabbaus wäre allerdings auch eine ergänzende Analyse vonnöten, in der die Verteilung der Verschuldung auf private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen sowie die ihr jeweils zugrunde liegenden Merkmale betrachtet werden.

¹¹ Der Schwellenwert wird berechnet als Grenzwert des dritten Quartils der EU-weiten Verteilung der privaten Verschuldung im Zeitraum von 1995 bis 2007.

Abbildung C

Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte im Jahr 2016

(in % des BIP)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Gesamtverschuldung (der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte) von CY beläuft sich auf 350,6 %.

Aus der Aufschlüsselung der Verschuldung der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Unternehmen geht hervor, dass Letztere im Schnitt stärker verschuldet sind. Es gibt allerdings drei Ausnahmen: In Deutschland ist der Anteil der Schulden der privaten Haushalte höher als jener der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, und in Griechenland und den Niederlanden ist der Anteil beider Sektoren in etwa gleich groß. Die am BIP gemessene Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ist in Irland, Zypern und Luxemburg besonders hoch, wobei große grenzüberschreitende Kredite zwischen verbundenen Unternehmen in diesen Ländern einen besonders starken Einfluss ausüben.

Immer mehr empirische Studien belegen, dass ein hohes Verschuldungsniveau des Privatsektors erhebliche negative Folgen für die künftige realwirtschaftliche Entwicklung haben kann. Während eine mäßige private Verschuldung dazu beiträgt, den Konsum zu glätten und das Wirtschaftswachstum zu stärken, kann ein übermäßiger Anstieg der Schulden des privaten Sektors mittelfristig die Kapitalbildung beeinträchtigen und das Wirtschaftswachstum dämpfen.¹² Unternehmen investieren weniger, weil sie ihre Einkünfte für die Schuldentilgung benötigen, und überschuldete private Haushalte verringern ihren Konsum, da sie vermehrt sparen, um ihren Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen. Außerdem wird die Bankkreditvergabe beeinträchtigt, da eine hohe Verschuldung des Privatsektors häufig mit einer Zunahme der notleidenden Kredite einhergeht, wodurch tendenziell die Eigenkapitalpuffer der Banken abschmelzen.¹³ Einige empirische Analysen zeigen,

¹² Siehe S. C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, in: Journal of Financial Economics, Bd. 5, Ausgabe 2, 1977, S. 145-175.

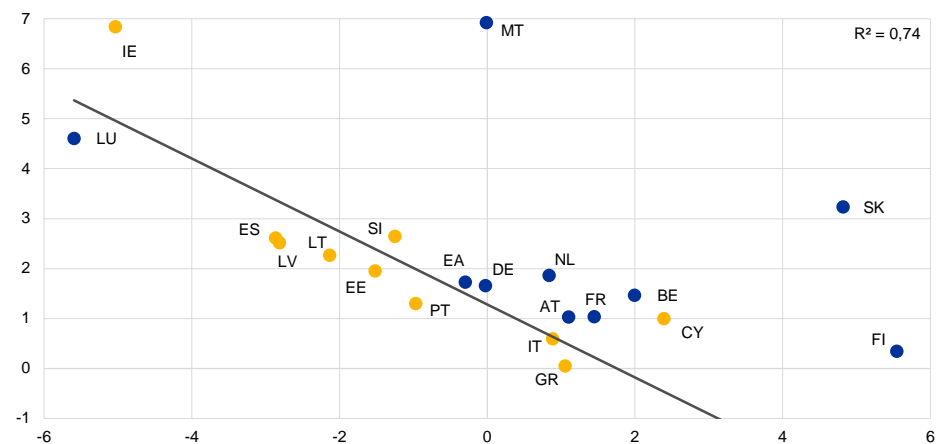
¹³ Siehe A. R. Mian, A. Sufi und E. Verner, Household debt and business cycles worldwide, Working Paper des National Bureau of Economic Research, Nr. 21581, September 2015.

dass diese negativen Effekte erst ab einem gewissen Schwellenwert auftreten.¹⁴ Es gibt auch Hinweise darauf, dass eine verzögerte Beseitigung von Schuldenüberhängen das Ausscheiden von Unternehmen aus dem Markt bremsen und den Grad der Umverteilung von Kapital und Arbeitskräften zwischen Firmen und Sektoren erheblich beeinflussen kann, wodurch mittelfristig die Gesamtproduktivität der Volkswirtschaft sinkt.¹⁵ Es ist daher wichtig, die Entwicklung der Verschuldung im Privatsektor, das Risiko eines Schuldenüberhangs und sämtliche Folgen, die sich aus einem hohen Deleveraging-Bedarf ergeben, im Blick zu behalten.

Abbildung D

Veränderungen der Kreditvergabe (2008-2013) und anschließende Veränderungen des realen BIP pro Kopf (2013-2016)

(x-Achse: durchschnittliches Wachstum der Privatkredite (2008-2013); y-Achse: durchschnittliches Wachstum des realen BIP pro Kopf (2013-2016))



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Für IE wird das durchschnittliche Wachstum des realen Pro-Kopf-BIP in den Jahren 2013-2014 und 2016 berechnet; das Jahr 2015 bleibt aufgrund statistischer Verzerrungen unberücksichtigt. Die gelben Punkte markieren Länder, die im Zeitraum von 2008 bis 2010 erheblichen Anpassungen unterworfen waren. Hierzu zählen Euro-Länder, deren CDS-Spreads im genannten Zeitraum im Durchschnitt über 150 Basispunkten lagen.

Der Deleveraging-Prozess in den Euro-Ländern wurde vom Wachstum des nominalen BIP und einer Verringerung der privaten Verschuldung getragen.

Empirische Belege deuten darauf hin, dass eine rasche und vorgezogene Verringerung des Verschuldungsgrads in der Regel mit mittelfristigen Produktionszuwächsen einhergeht.¹⁶ Dies scheint auch im Euro-Währungsgebiet der Fall zu sein, wo ein frühzeitiger und zügiger Schuldenabbau, wie er etwa in Estland, Irland, Spanien, Lettland, Litauen und Slowenien vollzogen wurde, mit einem anschließend höheren Wachstum des realen BIP pro Kopf verbunden war (siehe Abbildung D). Abbildung E zeigt, dass das Deleveraging in vier Ländern (Griechenland, Spanien, Portugal und Slowenien) primär über eine Reduzierung der

¹⁴ Siehe S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, The real effects of debt, Working Paper der BIZ, Nr. 352, September 2011.

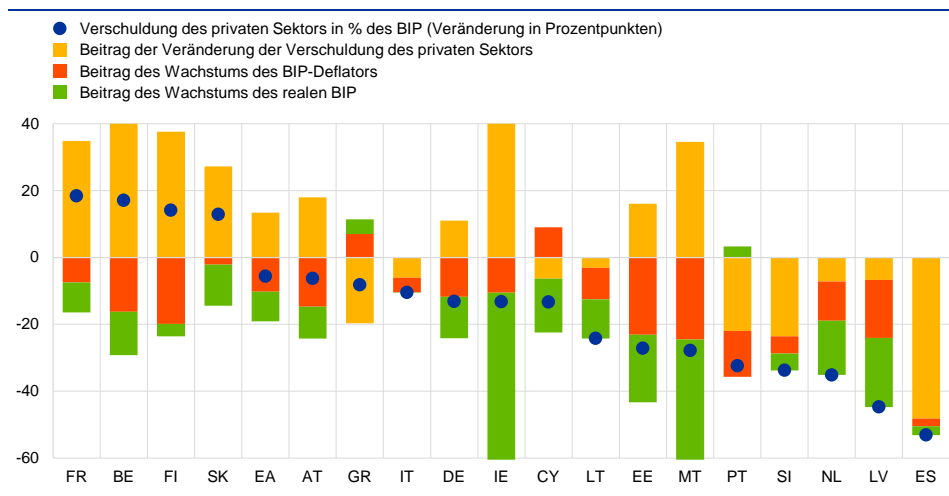
¹⁵ Siehe F. Schivardi, E. Sette und G. Tabellini, Credit Misallocation During the European Financial Crisis, Discussion Paper Nr. DP11901 des Centre for Economic Policy Research, März 2017, sowie M. A. McGowan, D. Andrews und V. Millot, The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, Working Paper der OECD, Nr. 1372, Januar 2017.

¹⁶ Siehe S. Chen, M. Kim, M. Otte, K. Wiseman und A. Zdzienicka, Private sector deleveraging and growth following busts, Working Paper des IWF, Nr. 15/35, Februar 2015.

Nominalverschuldung, d. h. über Schuldentilgungen oder Abschreibungen, erfolgte. In fünf Ländern (Italien, Zypern, Lettland, Litauen und den Niederlanden) war eine Kombination aus einer Rückführung der nominalen Verschuldung und einem Anstieg des nominalen BIP dafür verantwortlich. In weiteren fünf Ländern (Deutschland, Estland, Irland, Malta und Österreich) war der Schuldenabbau ausschließlich durch das Wachstum des nominalen BIP bedingt. Aus der Abbildung geht auch hervor, dass ungünstige Entwicklungen des nominalen BIP den Deleveraging-Prozess in Griechenland, Zypern und Portugal bremsen.

Abbildung E

Aufgliederung der Veränderungen der Verschuldungsquote des Privatsektors von ihrem Höchststand bis zum vierten Quartal 2016



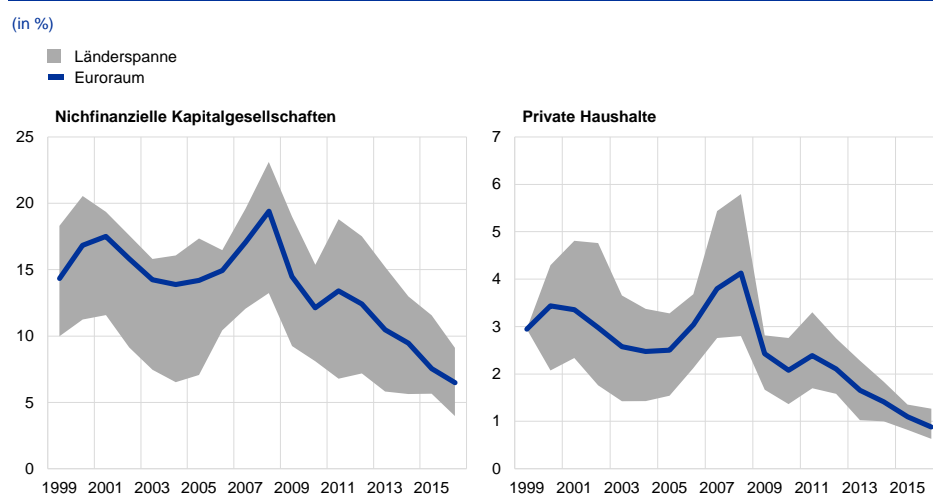
Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Im Euroraum sowie in EE, ES, LT, MT, NL, AT und PT wurde der Höchststand im Jahr 2009 erreicht, in LV und SI im Jahr 2010, in IE, GR und IT im Jahr 2012 und in CY im Jahr 2014. Der grüne Balken wurde für IE (tatsächlicher Wert: -86,4 Prozentpunkte) und MT (tatsächlicher Wert: -37,8 Prozentpunkte) gekappt; der gelbe Balken wurde für BE (tatsächlicher Wert: +46,3 Prozentpunkte) und IE (tatsächlicher Wert: +83,7 Prozentpunkte) gekappt.

Der gegenwärtige Entschuldungsprozess wird durch die deutlich gesunkenen Zinsausgaben unterstützt. Laufzeitstruktur und Zinszahlungen können als Indikatoren der kurzfristigen Schuldenlast Auskunft über die kurzfristigen Risiken geben, die im Zusammenhang mit der Erfüllung von Tilgungsverpflichtungen bestehen. Es sind zwar nicht für alle privaten Haushalte und Unternehmen lückenlos aggregierte Daten zur durchschnittlichen Laufzeitstruktur der ausstehenden Kredite und Wertpapiere verfügbar, doch das Verhältnis zwischen Zinszahlungen und Einkommen (die sogenannte Zinslastquote) kann als Kurzfristindikator von Kreditnehmerstress dienen. Dieser Indikator ist in Abbildung F dargestellt. Die blaue Linie zeigt die durchschnittliche Zinslastquote für den Euroraum und der schattierte Bereich die Interquartilsspanne der Quoten der einzelnen Euro-Länder. Sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ist – insbesondere seit 2009 – ein allgemeiner Abwärtstrend der Zinslastquoten zu beobachten. Betrachtet man das Eurogebiet als Ganzes, so haben sich die Zinsausgaben der privaten Haushalte im Schnitt von 4,1 % (2008) auf 0,9 % (2016) des verfügbaren Bruttoeinkommens verringert, während die Zinszahlungen der nichtfinanziellen Unternehmen im gleichen Zeitraum von 19,4 % auf 6,5 % des Bruttobetriebsüberschusses zurückgingen. Allerdings weisen die beiden Sektoren

eine unterschiedlich starke nationale Heterogenität auf. Während die zwischen den Ländern beobachtete Schwankungsbreite der Zinsbelastung der privaten Haushalte seit der Krise anscheinend zurückgegangen ist, besteht bei den Zinslastquoten der nichtfinanziellen Unternehmen nach wie vor eine relativ große Heterogenität. Dies deutet darauf hin, dass die Risikoprämie für Schuldtitel nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den verschiedenen Ländern gegenwärtig höher ist als jene für Schulden privater Haushalte.

Angesichts des hohen Verschuldungsniveaus in einigen Ländern dürfte auch künftig Deleveraging-Bedarf bestehen. Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass sich die Erholung des BIP und das Niedrigzinsumfeld förderlich auf den Schuldenabbau ausgewirkt haben. Dieser könnte durch einen Anstieg des nominalen BIP weiter vorangetrieben werden. Aus politischer Sicht würden bessere Umschuldungsmechanismen bilanzielle Anpassungen erleichtern. Insbesondere könnten Maßnahmen zur Optimierung von Insolvenzregelungen einschließlich effizienterer gerichtlicher und außergerichtlicher Verfahren erheblich zu einer zügigen und nachhaltigen Verringerung notleidender Kredite beitragen, zu effizienteren Rettungsmaßnahmen für wirtschaftlich überlebensfähige Unternehmen führen und die Schuldeneintreibungsmöglichkeiten für Kreditgeber verbessern.

Abbildung F
Zinslastquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Zinslastquote ist das Verhältnis der Zinsausgaben zum Einkommen. Als Einkommen wird für die privaten Haushalte das verfügbare Bruttoeinkommen und für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften der Bruttobetriebsüberschuss herangezogen. Die Länderspanne stellt die Interquartilsspanne der Zinslastquoten der einzelnen Euro-Länder dar. Für Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta und die Slowakei stehen keine Daten zu den privaten Haushalten zur Verfügung. Für Luxemburg und Malta liegen keine Daten zu den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vor.

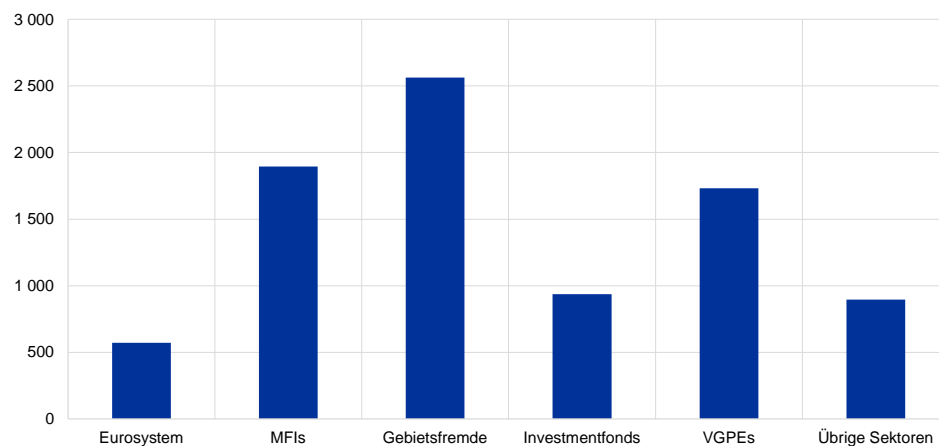
Welche Sektoren veräußerten die vom Eurosystem angekauften Staatsschuldverschreibungen?

Ende 2014, also unmittelbar vor Beginn des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), befanden sich fast drei Viertel aller von den Euro-Ländern begebenen Staatsschuldverschreibungen in der Hand dreier Sektoren. Der größte Anteil (30 %) der insgesamt umlaufenden Papiere entfiel auf den Sektor der gebietsfremden Anleger; hierbei handelt es sich um eine heterogene Gruppe, die in erster Linie große (private wie auch öffentliche) institutionelle Investoren, aber auch sehr aktive Marktteilnehmer umfasst. Monetäre Finanzinstitute ohne das Eurosystem (nachfolgend als „MFIs“ bezeichnet) hielten 22 % der ausstehenden Bestände. Weitere 20 % befanden sich in den Portfolios von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs), die in der Regel als langfristige Anleger mit einer starken Präferenz für bestimmte Laufzeitensegmente auftreten. Unter den übrigen Sektoren hielten die Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) mit 11 % den größten Anteil. Die restlichen ausstehenden Papiere verteilten sich zum einen auf das Eurosystem (7 %) und zum anderen auf alle übrigen Sektoren zusammengenommen (private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und nicht unter die oben genannten Sektoren fallende Finanzintermediäre), die die verbleibenden 10 % der insgesamt umlaufenden Bestände hielten (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Bestände der einzelnen Sektoren an Staatsschuldverschreibungen der Euro-Länder vor Einführung des PSPP (viertes Quartal 2014)

(Bestände in Mrd €)

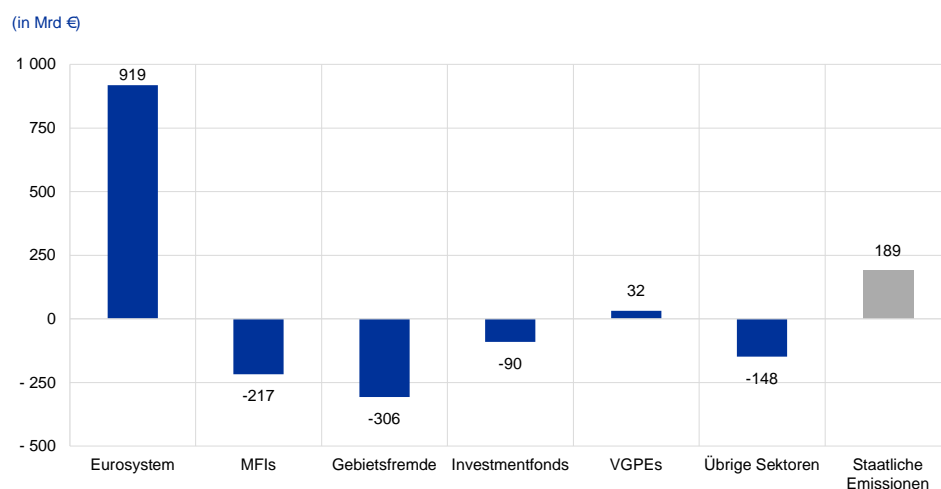


Quelle: EZB auf Basis der vierteljährlichen Sektorkonten.

Anmerkung: Zum Ende des vierten Quartals 2014 belief sich der Wert der ausstehenden von öffentlichen Haushalten im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen auf insgesamt 8,6 Billionen €.

Die größten Bestandsverringerungen seit Beginn des PSPP (bereinigt um Neubewertungseffekte und statistische Neuklassifizierungen) waren bei den gebietsfremden Anlegern und den MFIs zu verzeichnen. Vom zweiten Quartal 2015 bis zum Schlussquartal 2016 erwarb das Eurosystem per saldo Staatsschuldverschreibungen der Euro-Länder im Wert von 919 Mrd €¹⁷. In praktisch allen anderen Sektoren waren Abflüsse zu verzeichnen, die bei den gebietsfremden Anlegern und den MFIs mit -306 Mrd € bzw. -217 Mrd € am größten ausfielen (siehe Abbildung B). Die Analyse der tatsächlichen Stromgrößen liefert allerdings kein genaues Bild davon, wie die Ankäufe des Eurosystems das Verhalten der einzelnen Sektoren in Bezug auf Staatsschuldverschreibungen aus dem Euroraum beeinflusst haben. So erwarben beispielsweise die VGPEs vom zweiten Quartal 2015 bis zum Schlussquartal 2016 per saldo Papiere im Wert von 32 Mrd €, dies bedeutet jedoch nicht, dass das PSPP keine Auswirkungen auf die Staatsanleihekäufe des VGPE-Sektors hatte. Der Effekt des Ankaufprogramms lässt sich nur bezogen auf die Käufe bemessen, die die einzelnen Sektoren getätigt hätten, wenn das PSPP nicht aufgelegt worden wäre, sowie an der entsprechenden sektoralen Verteilung der Neuemissionen.

Abbildung B
Nettoströme an Staatsschuldverschreibungen der Euro-Länder vom zweiten Quartal 2015 bis zum vierten Quartal 2016



Quelle: EZB auf Basis der vierteljährlichen Sektorkonten.

Gebietsfremde und in geringerem Maße auch die MFIs scheinen ihre Bestände an Staatsschuldverschreibungen seit Beginn des PSPP in absoluter Rechnung am stärksten abgebaut zu haben. Um die Reaktion der einzelnen Sektoren auf das Ankaufprogramm des Eurosystems analysieren zu können, müssen zunächst die Nettoströme geschätzt werden, die ohne das PSPP erfolgt wären (d. h. die

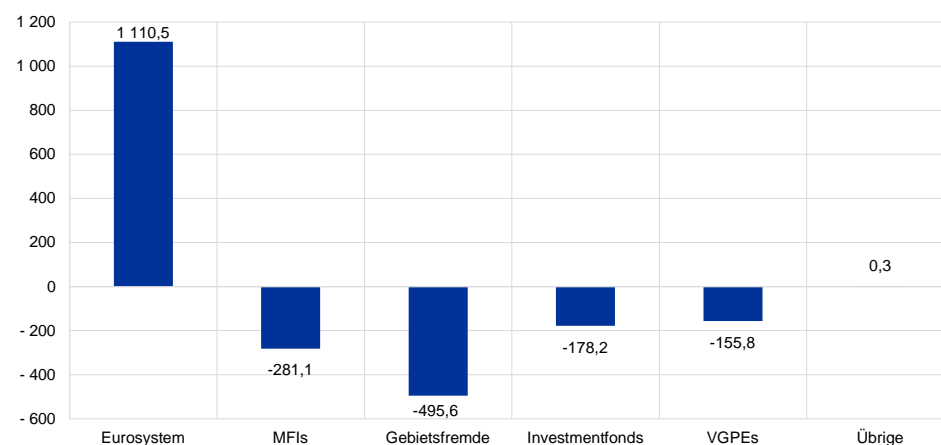
¹⁷ Der Nettoerwerb von Staatsschuldverschreibungen durch das Eurosystem umfasst auch Tilgungen im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte, Nettoankäufe im Rahmen der Vereinbarung über Netto-Finanzaktiva (Agreement on Net Financial Assets – ANFA) sowie einige Wertpapiere, die nicht in den Statistiken zu Staatsschuldverschreibungen erfasst werden. Diese Faktoren erklären die Diskrepanzen zwischen den im vorliegenden Kasten ausgewiesenen Zahlen und den auf der Website der EZB gemeldeten tatsächlichen Zahlen zu den PSPP-Ankäufen.

kontrafaktischen Ströme). Dazu werden Variablen herangezogen, die üblicherweise das Kaufverhalten der einzelnen Sektoren bestimmen, die aber vom PSPP unberührt bleiben.¹⁸ Die Auswirkungen des PSPP auf die Staatsanleihebestände der einzelnen Sektoren werden dann als Differenz zwischen den tatsächlichen und den kontrafaktischen Strömen ermittelt.

Abbildung C

Geschätzte Auswirkung des PSPP auf die Bestände der einzelnen Sektoren an Staatsschuldverschreibungen der Euro-Länder (März 2015 bis März 2017)

(kumulierte Stromgrößen in Mrd €)



Quellen: MFI-Bilanzstatistik (MFIs), Zahlungsbilanz (Gebietsfremde), Investmentfondsstatistik (Investmentfonds), vierteljährliche Sektorkonten (VGPEs), Statistik über Wertpapieremissionen im Euro-Währungsgebiet (Emission von Staatsschuldverschreibungen) und DataStream (Volatilitätsindex VIX); die beiden letztgenannten Quellen werden nur zur Schätzung des kontrafaktischen Nettoerwerbs herangezogen.

Anmerkung: Die geschätzte Auswirkung wird berechnet als Differenz zwischen den tatsächlichen Stromgrößen und dem kontrafaktischen Nettoerwerb auf Basis des geschätzten Kaufverhaltens der jeweiligen Sektoren in der Zeit vor dem PSPP. Es werden folgende Zeiträume betrachtet: März 2015 bis März 2017 (Eurosystem, MFIs, Gebietsfremde und Emission von Staatsschuldverschreibungen); zweites Quartal 2015 bis erstes Quartal 2017 (Investmentfonds); zweites Quartal 2015 bis viertes Quartal 2016 (VGPEs). Daten für nicht verfügbare Zeiträume bei den Investmentfonds (März 2015) und den VGPEs (März 2015 und erstes Quartal 2017) wurden extrapoliert. In der Restgröße „Übrige“ sind alle verbleibenden Sektoren sowie Datendiskrepanzen erfasst.

Die Ergebnisse zeigen, dass der Sektor der gebietsfremden Anleger seine Bestände an Schuldverschreibungen der Euro-Länder verglichen mit dem hypothetischen Fall, dass sich der Nettoerwerb dieser Papiere durch das Eurosystem auf null belaufen hätte, von März 2015 bis März 2017 um 496 Mrd € reduziert haben dürfte (siehe Abbildung C). Dies entspricht 45 % des Nettoerwerbs von Staatsschuldverschreibungen durch das Eurosystem im genannten Zeitraum. Eine analoge Berechnung für den MFI-Sektor ergibt, dass dieser seine Bestände um 281 Mrd € zurückführte, was etwa 25 % der Nettoankäufe des Eurosystems entspricht. Die Investmentfonds und VGPEs bauten ihre Portfolios schätzungsweise

¹⁸ Die Schätzungen erfolgen nach dem Ansatz von Joyce et al.; siehe M. Joyce, Z. Liu und I. Tonks, Institutional investors and the QE portfolio balance channel, in: Journal of Money, Credit & Banking, erscheint in Kürze. Für die MFIs und gebietsfremden Anleger werden als Regressoren der Nettoabsatz von Staatsschuldverschreibungen, der Nettoerwerb durch das Eurosystem vor Beginn des PSPP sowie der internationale Volatilitätsindex VIX verwendet. Für die Investmentfonds und VGPEs werden Variablen herangezogen, die die Passivseite der Sektorbilanzen abbilden – der Nettoabsatz von Investmentfondsanteilen bzw. die versicherungstechnischen Rückstellungen –, da davon auszugehen ist, dass das Anlageverhalten dieser Sektoren größtenteils durch die Forderungen ihrer Kunden bestimmt wird. Nähere Einzelheiten zur Umsetzung dieses Ansatzes für den Euroraum finden sich in: R. Adalid und S. Palligkinis, Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme, SSRN Mimeo, Dezember 2016.

im Umfang von 16 % bzw. 14 % der Nettoankäufe des Eurosystems ab.¹⁹ Diese Ergebnisse sind angesichts der Tatsache, dass gebietsfremde Anleger und MFIs vor Beginn des PSPP die größten Anleger in Staatsanleihen der Euro-Länder waren, nicht überraschend.

Gemessen an den anfänglichen Beständen scheinen gebietsfremde Anleger und Investmentfonds am stärksten auf die Ankäufe des Eurosystems reagiert zu haben.

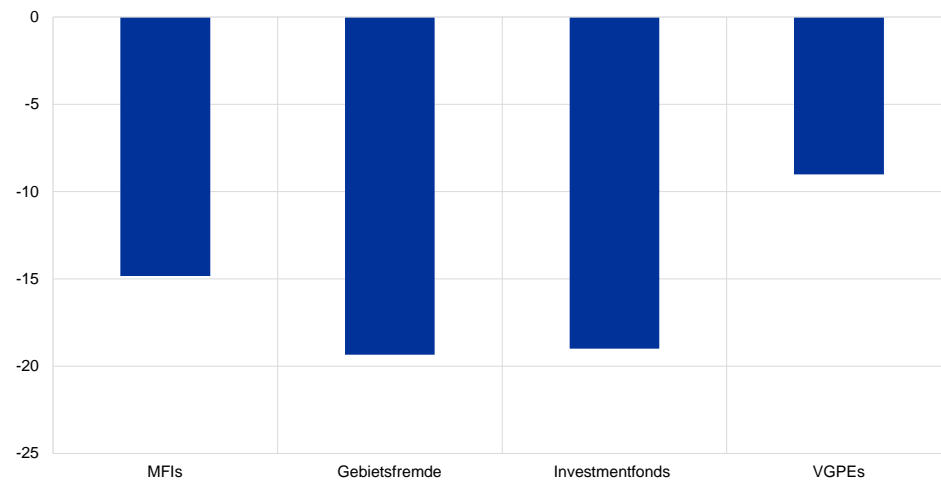
Um die diesbezügliche relative Reaktion der einzelnen Sektoren beurteilen zu können, werden die geschätzten Auswirkungen bezogen auf die Bestände vor der Einführung des Ankaufprogramms bemessen. Dieser Vergleich ergibt, dass Anleger von außerhalb des Euroraums sowie Investmentfonds die stärkste Reaktion zeigten. In beiden Sektoren wirkte sich das PSPP im Umfang von etwa 20 % der betreffenden Staatsanleihebestände vor Beginn des Ankaufprogramms aus. Demgegenüber reagierte der VGPE-Sektor – einer der größten Halter von Staatsschuldverschreibungen – deutlich verhaltener und verringerte seine Bestände bezogen auf den Stand vor dem PSPP um weniger als 10 %. Mit 15 % lag die Reaktion der MFIs im Mittelfeld. Die relativ schwache Resonanz der VGPEs dürfte den Anlagestrategien dieses Sektors zuzuschreiben sein, die in erster Linie auf die Erfüllung langfristiger Verpflichtungen ausgerichtet sind und erheblichen regulatorischen Beschränkungen unterliegen. Demgegenüber dürften sich unter den gebietsfremden Anlegern und den Investmentfonds mehr aktive Marktteilnehmer befinden, deren Anlageentscheidungen stärker von Renditeüberlegungen geprägt sind.

¹⁹ Den Abbildungen B und C liegen verschiedene Daten zugrunde, was auf die unterschiedlichen Betrachtungszeiträume und Datenquellen zurückzuführen ist. In Abbildung B stammen die Stromgrößen für alle Sektoren durchgehend aus den vierteljährlichen Sektorkonten, die gegenwärtig nur bis zum vierten Quartal 2016 vorliegen. Abbildung C basiert auf den Statistiken zu den einzelnen Sektoren. Diese sind für die gebietsfremden Anleger und MFIs – die beiden wichtigsten Sektoren für die vorliegende Analyse – monatlich verfügbar, sodass die Analyse zeitgleich mit dem Start des PSPP im März 2015 beginnen und bis März 2017 fortgeführt werden kann.

Abbildung D

Geschätzte Auswirkung des PSPP auf die Bestände der einzelnen Sektoren an Staatschuldverschreibungen der Euro-Länder (März 2015 bis März 2017) verglichen mit den vor Programmbeginn gehaltenen Beständen

(in % des Gesamtbestands im vierten Quartal 2014)



Quellen und Anmerkung: Siehe Abbildung A und C.

Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2017

Am 22. Mai 2017 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre länderspezifischen Empfehlungen zur Wirtschafts- und Finanzpolitik aller EU-Mitgliedstaaten (mit Ausnahme Griechenlands) sowie Empfehlungen zur Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) in Bezug auf einzelne Länder.

Die länderspezifischen Empfehlungen wurden von den Wirtschafts- und Finanzministern der genannten Mitgliedstaaten am 16. Juni 2017 finalisiert und gebilligt. Für den 22./23. Juni ist ihre Billigung durch den Europäischen Rat geplant, sodass sie Mitte Juli veröffentlicht werden können.²⁰ Ziel der finanzpolitischen Empfehlungen des Rates ist es, die Einhaltung des SWP durch die EU-Mitgliedstaaten sicherzustellen. Daher wird in den Empfehlungen auch eine Bewertung der aktualisierten Stabilitäts- und Konvergenzprogramme vorgenommen, die im April von den betreffenden Regierungen an die Europäische Kommission und den Rat zu übermitteln waren. Im nächsten Schritt sind die im Rahmen des Europäischen Semesters 2017 ausgesprochenen länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik der einzelnen Mitgliedstaaten nun in deren Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 zu berücksichtigen. Die Haushaltspläne müssen bis Mitte Oktober 2017 bei der Euro-Gruppe und der Europäischen Kommission eingereicht werden. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Kasten mit den finanzpolitischen Empfehlungen, die an 18 Euro-Länder gerichtet wurden.

Der Frühjahrsprognose 2017 der Europäischen Kommission zufolge wird sich die Haushaltsposition auf Ebene des Euro-Währungsgebiets zwar verbessern, doch die Fortschritte auf dem Weg zu tragfähigen öffentlichen Finanzen dürften von Land zu Land sehr unterschiedlich ausfallen.

Acht Mitgliedstaaten bescheinigte die Kommission, ihr mittelfristiges Haushaltsziel 2016 erreicht zu haben.²¹ Diese erfreuliche Entwicklung wird auf mittlere Sicht dazu beitragen, die öffentlichen Haushalte dieser Länder zu entlasten und die Staatsverschuldung zu senken, wodurch die betreffenden Volkswirtschaften besser gegen negative Konjunkturlagen gewappnet sein dürften. In einer Reihe von Ländern hingegen hat sich die wirtschaftliche Lage zwar verbessert, die dort vorgenommene strukturelle Konsolidierung genügt jedoch nicht den Anforderungen des SWP. Somit kommt es zu Verzögerungen beim Erreichen des mittelfristigen Haushaltsziels und beim Aufbau von Finanzpolstern, was insbesondere in hoch verschuldeten Staaten ein Problem darstellt. Diese Länder sind mit Blick auf ihre derzeitigen Haushaltspositionen tendenziell am weitesten von ihrem mittelfristigen Haushaltsziel entfernt (siehe Tabelle). Sie laufen Gefahr, die Finanzpolitik in künftigen Abschwungphasen nicht stabilisierend einsetzen zu können, sondern möglicherweise sogar prozyklisch handeln und einen restriktiven fiskalpolitischen Kurs einschlagen zu müssen. Im Falle eines Anstiegs des Zinsniveaus würden sich noch zusätzliche Haushaltsbelastungen ergeben.

²⁰ Mit der Billigung der länderspezifischen Empfehlungen durch den Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) am 11. Juli 2017 findet das Europäische Semester 2017 seinen formalen Abschluss.

²¹ Siehe EZB, Wirkung des mittelfristigen Haushaltsziels als Anker der Finanzpolitik, Kasten 8, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

Die Europäische Kommission stellt in ihren länderspezifischen Empfehlungen fest, dass mehrere Euro-Staaten Gefahr laufen, die strukturellen Konsolidierungsanforderungen des SWP nicht einzuhalten.

Der Kommission zufolge werden weder Frankreich noch Spanien, deren Defizitquote 2016 oberhalb des Referenzwerts von 3 % lag, im Zeitraum 2017-2018 eine deutliche strukturelle Konsolidierung (d. h. eine Verringerung des Haushaltsdefizits unter Ausklammerung von konjunkturellen Einflüssen und Einmaleffekten) vorweisen können. Zudem wird erwartet, dass einige Länder, die der präventiven Komponente des SWP unterliegen und ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, weit hinter ihren strukturellen Konsolidierungsanforderungen zurückbleiben. Dabei waren diese Anforderungen für einige Länder bereits erheblich gesenkt worden, um einer Reihe von Faktoren Rechnung zu tragen, darunter Strukturreformen, zusätzliche Investitionen und Reformen der Alterssicherungssysteme sowie Haushaltsbelastungen aufgrund der Aufnahme von Flüchtlingen und erhöhter Sicherheitsausgaben. Durch diese Flexibilität könnten sich die von den Ländern verlangten Fortschritte bei der Annäherung an ihr mittelfristiges Haushaltsziel im Durchschnitt von 0,5 % auf rund 0,25 Prozentpunkte des BIP 2017 verringern.²² Gleichwohl ist davon auszugehen, dass diese Mitgliedstaaten einen expansiven fiskalischen Kurs verfolgen werden, der zu einer Verschlechterung des strukturellen Finanzierungssaldos von durchschnittlich 0,3 % des BIP führen wird.

Die Kommissionsempfehlungen zur Finanzpolitik weichen in zweierlei Hinsicht von der bisherigen Empfehlungspraxis ab. Erstens wird der Umfang der vom Rat empfohlenen strukturellen Anpassungen, mit denen die vollständige Einhaltung des SWP sichergestellt werden soll, nun in den Erwägungsgründen und nicht im verfügbaren Teil der Empfehlungen festgelegt. Letzterer dient üblicherweise dazu, den Regierungen ex ante klare Leitvorgaben für die in den kommenden 12-18 Monaten durchzuführende Finanzpolitik an die Hand zu geben. Ferner fungiert er als Bezugsrahmen für die Parlamente und die Öffentlichkeit und als Maßstab für die transparente Ex-post-Bewertung der Einhaltung des SWP. Aus diesen Gründen und zur Gewährleistung hinreichender Fortschritte auf dem Weg zu soliden Staatsfinanzen ist es wichtig, dass die Regierungen die in den Empfehlungen enthaltenen finanzpolitischen Leitvorgaben vollständig berücksichtigen und auch in ihre Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 einarbeiten. Zweitens besagen die Erwägungsgründe in Bezug auf die Länder, die 2018 unabhängig von der Höhe ihres Schuldenstands eine strukturelle Anpassung von mindestens 0,5 % des BIP vornehmen müssen, dass „das Ziel, einen haushaltspolitischen Kurs zu erreichen, der sowohl zur Stützung der derzeitigen Erholung als auch zur Gewährleistung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen [des betreffenden Landes] beiträgt, bei der Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 und der anschließenden Bewertung der Haushaltsergebnisse 2018 berücksichtigt werden [muss]“. Dies könnte dazu führen, dass die strukturellen Anpassungsanforderungen stärker reduziert werden, als dies im Rahmen der bestehenden Flexibilitätsbestimmungen zum SWP (gemäß Kommissionsmitteilung

²² Dies gilt nicht für Länder, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel bereits erreicht haben.

vom Januar 2015) vorgesehen ist.²³ In der Vorausschau kommt es nun darauf an, die konsequente Anwendung des regelbasierten SWP sicherzustellen.

Strukturelle Konsolidierungsanforderungen gemäß SWP im Zeitraum 2017-2018

	Mittelfristiges Haushaltsziel	2016	2017		2018	
		Struktureller Finanzierungssaldo*	Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos*	Strukturelle Anpassungsanforderung gemäß landesspezifischer Empfehlung	Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos*	Strukturelle Anpassungsanforderung gemäß landesspezifischer Empfehlung
Präventiver Teil des SWP						
Belgien	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Deutschland	-0,5	0,8	-0,2	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,3	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
Estland	-0,5	0,2	-0,6	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,4	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
Irland	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6
Italien	0,0	-1,7	-0,2	0,6	-0,3	0,6
Zypern	0,0	0,9	-1,1	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,2	0,2
Lettland	-1,0	-0,8	-0,7	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,9	-0,3
Litauen	-1,0	-0,2	-0,7	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,2	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
Luxemburg	-0,5	2,0	-1,6	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	-0,2	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
Malta	0,0	0,4	0,0	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	0,2	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
Niederlande	-0,5	0,7	-0,4	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht	0,2	mittelfristiges Haushaltsziel erreicht
Österreich	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3
Portugal	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6
Slowenien	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0
Slowakei	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5
Finnland	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1
Korrektiver Teil des SWP						
Spanien (Frist im Defizitverfahren: 2018)	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5
Frankreich (Frist im Defizitverfahren: 2017)	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6

Quelle: Europäische Kommission, Frühjahrsprognose 2017 (*) sowie länderspezifische Empfehlungen.

Anmerkung: Die hier ausgewiesenen strukturellen Konsolidierungsanforderungen entsprechen jenen der länderspezifischen Empfehlungen. Bei einigen der dem präventiven Teil des SWP unterliegenden Länder wurden die Anforderungen reduziert, nachdem diesen Ländern u. a. mit Blick auf die Durchführung struktureller Reformen sowie zusätzliche öffentliche Investitionen die Nutzung der Flexibilität zugestanden wurde. Im Fall der anderen Länder können diese Anforderungen noch gesenkt werden, sofern nachträglich die im Rahmen des SWP beantragte Inanspruchnahme der Flexibilität gestattet wird. „Mittelfristiges Haushaltsziel erreicht“ bedeutet, dass das Land zu Beginn des jeweiligen Jahres laut Kommissionsprognose sein mittelfristiges Haushaltsziel erreicht hat. Für Länder, die der Schuldenregel unterliegen, kann die strukturelle Konsolidierungsanforderung höher ausfallen. „Defizitverfahren“ bezeichnet das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit.

²³ Siehe Europäische Kommission, [Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität](#), Januar 2015.

Am 22. Mai 2017 veröffentlichte die Europäische Kommission auch Empfehlungen zur Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

So empfahl die Kommission die Einstellung des Defizitverfahrens gegen Portugal mit Auslaufen der dem Land gesetzten Frist 2016; am 16. Juni 2017 fasste der Rat einen entsprechenden Beschluss. Des Weiteren untersuchte die Kommission in ihren nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV erstellten Berichten die Verletzung des Schuldenstandskriteriums durch Belgien und Finnland im Jahr 2016 und entschied sich gegen eine Verfahrenseröffnung. Bei Finnland wurde die Überschreitung des Referenzwerts von 60 % des BIP um 3,6 % des BIP mit mildernden einschlägigen Faktoren wie der finanziellen Unterstützung anderer Euro-Länder zur Wahrung der Finanzstabilität und dem negativen Einfluss des Konjunkturzyklus begründet. Zu Belgien befand die Kommission, dass das Land im Zeitraum 2016-2017 Gefahr laufe, gegen die Bestimmungen der präventiven SWP-Komponente zu verstoßen. Dennoch legte die Analyse nahe, dass das Schuldenstandskriterium als derzeit erfüllt zu betrachten sei, da die prognostizierte Abweichung im Jahresverlauf 2017 noch korrigiert werden könnte. In Bezug auf Italien wurde die Entscheidung über die Eröffnung eines Defizitverfahrens auf der Grundlage des Schuldenstandskriteriums vertagt. Die Kommission plant, die Prüfung, ob Italien dieses Kriterium erfüllt, anhand der Übersicht über die Haushaltsplanung 2018 und der Herbstprognose 2017 erneut vorzunehmen. Im Allgemeinen birgt die Anwendung der Schuldenregel des SWP nach Maßgabe der mittelfristigen Einhaltung der präventiven Komponente und nachträglich validierter Daten die Gefahr, dass die endgültige Entscheidung über die Eröffnung eines mit dem Schuldenstand begründeten Defizitverfahrens allzu lange hinausgezögert wird. Unterdessen könnte eine den Anforderungen des SWP nicht genügende strukturelle Haushaltskonsolidierung die Schuldentragfähigkeitsrisiken weiter erhöhen. Mit Blick auf die Zukunft sollte die Prüfung, ob das Schuldenstandskriterium eingehalten wurde, durch die Zugrundelegung eindeutig quantifizierbarer Faktoren konkreter gestaltet werden, damit eine wirksame Umsetzung der Schuldenregel des SWP gewährleistet ist.²⁴

Fazit: Im Laufe der Zeit ist der SWP aufgrund der häufigen Änderungen und unterschiedlichen Auslegungen ausgesprochen komplex geworden,

was die konsistente Anwendung des Regelwerks auf alle Länder und im Zeitablauf erschwert. Dabei kann ein finanzpolitisches Regelwerk nur so gut sein wie seine Durchsetzung. In dieser Hinsicht liegt die vollständige, rechtlich fundierte und konsequente Anwendung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts im gemeinsamen Verantwortungsbereich der Europäischen Kommission und des Rates; sie ist von größter Bedeutung für die Glaubwürdigkeit des SWP.

²⁴ Siehe EZB, Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

8 Der Fiskalpakt: Überprüfung durch die Europäische Kommission und weiteres Vorgehen

Der Fiskalpakt wurde als Reaktion auf die Staatsschuldenkrise verabschiedet, um die Haushaltsdisziplin zu fördern und die Eigenverantwortung der Staaten für die Einhaltung des finanzpolitischen Ordnungsrahmens zu stärken. Erreicht werden sollte dies durch die Verankerung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgeschriebenen Grundsätze einer soliden Finanzpolitik in der nationalen Gesetzgebung sowie durch die Schaffung geeigneter Institutionen, welche die fundierte politische Diskussion auf nationaler Ebene fördern.

Mit Blick auf diese Ziele verpflichtet der Fiskalpakt²⁵ die Unterzeichnerstaaten, sich rechtlich an die Regel des ausgeglichenen Haushalts zu binden und durch die Gründung entsprechender Institutionen deren Einhaltung zu überwachen. Die Regel des ausgeglichenen Haushalts ist vorzugsweise mit Verfassungsrang im einzelstaatlichen Recht zu verankern. Sie gilt als eingehalten, wenn der strukturelle Finanzierungssaldo eines Landes seinem mittelfristigen Haushaltsziel entspricht.²⁶ Länder, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, sind gehalten, eine rasche Annäherung an dieses Ziel sicherzustellen. Erhebliche Abweichungen von der Haushaltsregel sollten auf nationaler Ebene automatisch einen Korrekturmechanismus auslösen. In diesem Zusammenhang hat die Europäische Kommission gemeinsame Grundsätze vorgeschlagen, die unter anderem die Art, den Umfang sowie den zeitlichen Rahmen der Korrekturmaßnahmen festlegen.²⁷ Zur Wahrnehmung der institutionellen Überwachung haben sich die rechtlich an den Fiskalpakt gebundenen Staaten verpflichtet, auf nationaler Ebene unabhängige Einrichtungen (sogenannte Fiskalräte) zu schaffen, die über die Einhaltung der Regeln wachen. Diese Einrichtungen sollten auch an der Aktivierung des Korrekturmechanismus bei Abweichungen von der Haushaltsregel beteiligt sein.²⁸ Des Weiteren sehen die gemeinsamen Grundsätze vor, dass sich die nationalen Regierungen bei ihrer Reaktion auf die Bewertungen durch die Fiskalräte an den Grundsatz der „Einhaltung oder Begründung“ halten, wonach sie die Ratschläge der Fiskalräte entweder umsetzen oder die Nichtbefolgung öffentlich begründen müssen. Der Fiskalpakt stellt eine Ergänzung zu weiteren in der jüngeren Vergangenheit vorgenommenen Änderungen am finanzpolitischen Ordnungsrahmen dar, mit denen dieser auf einzelstaatlicher Ebene gestärkt wurde; hierzu zählen etwa die Richtlinie

²⁵ Der Fiskalpakt ist Bestandteil des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag). Dieser Vertrag trat am 1. Januar 2013 in Kraft und war innerhalb eines Jahres in nationales Recht umzusetzen. Es handelt sich hierbei um einen völkerrechtlichen Vertrag, der von 25 Staaten (den „Vertragsparteien“) unterzeichnet wurde. Von diesen sind 22 Länder (die 19 Euro-Länder sowie Bulgarien, Dänemark und Rumänien) formell an den Fiskalpakt gebunden.

²⁶ Siehe auch EZB, Fiskalpakt für eine stärkere Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht Mai 2012, sowie EZB, Zentrale Elemente des Fiskalpakts, Kasten 12, Monatsbericht März 2012.

²⁷ Siehe Europäische Kommission, [Gemeinsame Grundsätze für nationale fiskalpolitische Korrekturmechanismen](#), Juni 2012.

²⁸ In den Verordnungen des „Zweierpakets“ werden die Aufgaben der unabhängigen Fiskalinstitutionen näher definiert; zu ihnen zählt auch die Erstellung oder zumindest die Bestätigung der den Haushaltsplänen zugrunde liegenden gesamtwirtschaftlichen Prognosen.

über die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten und die Verordnungen des „Zweierpakets“.²⁹

Die Europäische Kommission hat ihren Prüfbericht über die Umsetzung des Fiskalpakts in nationales Recht im Februar des laufenden Jahres und damit drei Jahre nach Ablauf der für die Umsetzung gewährten Frist (1. Januar 2014) veröffentlicht.³⁰ Die Kommissionsprüfung ist von entscheidender Bedeutung, da bei Feststellung von Umsetzungsmängeln der Europäische Gerichtshof mit der Angelegenheit befasst werden kann. Kommt der betreffende Mitgliedstaat dem Urteil des Gerichtshofs nicht innerhalb einer bestimmten Frist nach, kann ihm darüber hinaus ein Zwangsgeld in Höhe von bis zu 0,1 % seines BIP auferlegt werden.

Die Überprüfung der Kommission hat ergeben, dass alle Länder die Anforderungen erfüllt haben. In einigen Fällen jedoch wurde die positive Beurteilung an die Bedingung geknüpft, dass die betreffenden Länder ihre derzeitigen Bestimmungen abändern oder ergänzen. Die Prüfung konzentrierte sich auf a) den Rechtsstatus der Bestimmungen, b) die Ausformulierung der Regel des ausgeglichenen Haushalts, c) den Korrekturmechanismus und d) den Aufbau des unabhängigen Fiskalrats. Hinsichtlich des Rechtsstatus der Bestimmungen und der Ausformulierung der Regel des ausgeglichenen Haushalts gelangte die Kommission zu dem Ergebnis, dass ungeachtet länderspezifischer Unterschiede alle „Vertragsparteien [...] aufgrund der Anforderungen des fiskalpolitischen Pakts [...] ihre nationalen haushaltspolitischen Rahmen erheblich angepasst“ haben. So wurde allen Vertragsparteien bestätigt, dass sie eine verbindliche Regel für einen ausgeglichenen Haushalt niedergelegt (wenngleich nur in einigen Fällen mit Verfassungsrang) und die Untergrenze für das Haushaltsdefizit auf -0,5 % des BIP festgesetzt haben. Allerdings wurden länderspezifische Unterschiede bezüglich des anvisierten Wegs zur raschen Annäherung an das jeweilige mittelfristige Haushaltsziel festgestellt. So legten einige Staaten für die außergewöhnlichen Umstände, die eine Inanspruchnahme der Ausweichklauseln rechtfertigen, offenbar großzügigere Definitionen zugrunde als der Stabilitäts- und Wachstumspakt. Die Kommissionsprüfung zeigte auch Unterschiede bezüglich der automatischen Auslösung des Korrekturmechanismus und des Umfangs der erforderlichen Korrekturmaßnahmen auf. Im Hinblick auf die Fiskalraten bestätigte die Kommission, dass deren Mandat zur Überwachung der Regelkonformität sowie ihre institutionelle Struktur – wenngleich mit unterschiedlicher Detailliertheit – in der nationalen Gesetzgebung verankert wurden.

Das insgesamt positive Urteil der Kommission steht in Widerspruch zu der Tatsache, dass der Fiskalpakt in vielen Staaten nur teilweise in nationales Recht umgesetzt wurde. Die Einschätzung der Kommission, dass den Anforderungen genügt wurde, ist im Fall mehrerer Länder an die Bedingung geknüpft, dass die betreffenden Regierungen ihre förmlichen Zusagen, die noch verbleibenden Bestandteile des Fiskalpakts in ihre Rechtsvorschriften einzuarbeiten

²⁹ Siehe die [Richtlinie über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten](#) sowie [Verordnung \(EU\) Nr. 473/2013 des „Zweierpakets“](#).

³⁰ Siehe Europäische Kommission, [Der Fiskalpakt: Bestandsaufnahme](#), Februar 2017.

bzw. in Zukunft eine vollständige Beachtung sicherzustellen, tatsächlich einhalten. Zusagen stellen jedoch keinen ausreichenden Ersatz für rechtliche Bestimmungen dar, da sie nicht erzwingbar sind. Förmliche Zusagen mit Blick auf die Regel des ausgeglichenen Haushalts wurden von den Regierungen Dänemarks, Frankreichs, Zyperns, Litauens, der Niederlande und Rumäniens abgegeben (siehe Tabelle). Des Weiteren haben viele Länder (Belgien, Dänemark, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, Österreich, Portugal und die Slowakei) noch keinen unbedingten Grundsatz der „Einhaltung oder Begründung“ formell in ihrem nationalen Recht verankert, sondern lediglich das Versprechen abgegeben, diesen Grundsatz zu beachten bzw. ihre Rechtsvorschriften zu ändern. Darüber hinaus bieten mit Blick auf den Korrekturmechanismus die von Frankreich zu dessen Inhalt erlassenen Bestimmungen und Lettlands Definition der Ausweichklausel einen gewissen Spielraum für eine flexible Handhabung. Aufbau und Gestaltung der Überwachungsinstitutionen fanden die Zustimmung der Kommission, wengleich im Fall einiger Länder, d. h. Belgiens, Dänemarks, Spaniens, Frankreichs, Luxemburgs und der Niederlande, die institutionelle Unabhängigkeit nach Einschätzung der Kommission durch die nationale Gesetzgebung nicht vollständig sichergestellt ist.

Beurteilungskriterien der Kommission zur Prüfung der Einhaltung des Fiskalpakts – ein Überblick

	Regel des ausgeglichenen Haushalts	Korrekturmechanismus	Fiskalrat	Grundsatz „Einhaltung oder Begründung“
Förmliche Zusagen	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
Klarstellungen		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
Gesetzesänderungen			BE	BE, GR
Zu ergreifende Maßnahmen			SI	

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Beurteilungskriterien (förmliche Zusagen, Klarstellungen der Regierungen zur Auslegung bestimmter Rechtsvorschriften, in Aussicht gestellte Gesetzesänderungen, zu ergreifende Maßnahmen) beziehen sich auf jene Teile des Fiskalpakts, die noch nicht in nationales Recht umgesetzt wurden, den Zusicherungen der Regierungen zufolge aber in Zukunft vollständig eingehalten werden. Seit Veröffentlichung des Kommissionsberichts hat Slowenien insofern Maßnahmen ergriffen, als es die Mitglieder der neu eingerichteten Überwachungsinstitution ernannt hat.

Insgesamt ist die langsame und unvollständige Umsetzung des Fiskalpakts enttäuschend. Von ihr geht ein deutliches Signal aus, dass die beabsichtigte Verankerung solider Haushaltsregeln auf nationaler Ebene zu scheitern droht. In Verbindung mit der Umsetzung des auf EU-Ebene geltenden finanzpolitischen Regelwerks, die als unvollständig angesehen werden kann, könnte dies dazu beitragen, dass die Glaubwürdigkeit einer soliden Finanzpolitik untergraben wird.

Im Gefolge der Kommissionprüfung kommt es nun darauf an, genau zu beobachten, ob die Regierungen ihre Zusagen einhalten. Im Blickfeld der Kommissionsprüfung steht die Frage, ob die Hauptelemente des Fiskalpakts hinreichend im nationalen Recht verankert wurden. Auf die praktische Umsetzung oder die Wirksamkeit der Bestimmungen des Fiskalpakts wird dagegen nicht eingegangen. Perspektivisch wäre es lohnenswert, die Effektivität des Fiskalpakts

einer gründlichen Bewertung zu unterziehen.³¹ Der Fiskalpakt kann im Sinne einer verbesserten Haushaltsdisziplin nur dann wirksam sein, wenn die Länder die darin festgelegten und von ihnen gebilligten Verpflichtungen in vollem Umfang einhalten.

³¹ Dies wird auch mit Blick auf die Integrierung der Hauptelemente des Fiskalpakts in den Rechtsrahmen der EU von Bedeutung sein, die im SKS-Vertrag als Option vorgesehen ist.

Aufsatz

1 Binnenwirtschaftliche und globale Antriebskräfte der Teuerung im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Aufsatz beleuchtet die binnen- und weltwirtschaftlichen Einflussfaktoren der Inflation im Euroraum und geht der Frage nach, ob und inwieweit sich ihre relative Bedeutung im Zeitverlauf verändert hat. Binnenwirtschaftlicher Preisdruck resultiert in erster Linie aus dem Lohn- und Preissetzungsverhalten, das wiederum eng mit dem inländischen Konjunkturzyklus verbunden ist. Was externe Faktoren betrifft, so spielen naturgemäß die Einfuhrpreise – insbesondere für Rohstoffe – eine wichtige Rolle für die Entwicklung der inländischen Gesamtinflation, zum Beispiel über den Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln. In jüngerer Zeit wurde jedoch auch angeführt, dass die internationale Verflechtung den Einfluss des globalen Konjunkturzyklus auf die inländische Teuerung verstärkt und damit auch weltweit zu einer Konvergenz der Inflationsdynamik beigetragen habe. Tatsächlich weist die Teuerung seit Anfang der 1990er-Jahre ein zunehmend einheitliches Verlaufsmuster auf; diese Gemeinsamkeit ist jedoch zum Großteil auf eine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung und auf die internationale Rohstoffpreisentwicklung zurückzuführen. Mit Blick auf die Auswirkungen der Globalisierung lässt sich die in der Theorie durchaus ansprechende Hypothese, die weltwirtschaftliche Entwicklung beeinflusse über eine größere Integration der Arbeits- und Gütermärkte und einen gesteigerten Wettbewerb an diesen Märkten zunehmend auch den binnenwirtschaftlichen Lohn- und Preisdruck, empirisch nur schwer belegen. Diesbezüglich spricht beispielsweise nur wenig dafür, Messgrößen der globalen Unterauslastung und der Integration in internationale Wertschöpfungsketten in Phillips-Kurven-Analysen der Inflationsentwicklung im Eurogebiet mit einzubeziehen.

1 Einleitung

Auf mittlere Sicht wird die Gesamtteuerungsrate einer Volkswirtschaft vom geldpolitischen Kurs der jeweiligen Zentralbank bestimmt. Kurzfristig jedoch werden die Inflationsraten durch binnen- und außenwirtschaftliche Kosten- und Preisschocks beeinflusst. In Bezug auf die binnenwirtschaftlichen Faktoren ist für die Inflationsergebnisse üblicherweise das Verhältnis von Angebot und Nachfrage in der inländischen Gesamtwirtschaft maßgeblich, wobei die Inflationserwartungen eine entscheidende Rolle spielen. In außenwirtschaftlicher Hinsicht sind für die Teuerung vor allem Schwankungen von Angebot und Nachfrage in der Weltwirtschaft von Belang, die sich auf die Preise von Handelsgütern, insbesondere Rohstoffen, aber auch auf die Wechselkursentwicklung auswirken.

Globale Faktoren dürften zuletzt aus mehreren Gründen eine größere Rolle bei der inländischen Inflationsdynamik gespielt haben. Ein Argument hierfür lautet, dass die nationale Teuerung infolge der Globalisierung weniger stark auf binnenwirtschaftliche Kapazitätsengpässe reagiert. Dieser Erkenntnis liegen zwei mögliche Theorien zugrunde: Ein plötzlicher Anstieg der Güternachfrage schlägt sich eher in zunehmenden Importen als in höheren Preisen nieder, oder der internationale Wettbewerb begrenzt Lohn- und Preissteigerungen in Branchen, die dem globalen Wettbewerb unterliegen, wodurch sich die Sensitivität der Löhne gegenüber dem binnenwirtschaftlichen Nachfragedruck verringert. In diesem Zusammenhang spielt die Integration Chinas in die Weltwirtschaft eine zentrale Rolle, wie in Kasten 1 erläutert wird. In einer anderen Beweisführung wird die Bedeutung einer glaubwürdigen Geldpolitik betont, welche die Inflationserwartungen sowie die Trendinflation in den Industrieländern und in zahlreichen Schwellenländern stabilisiert und die Volatilität der Preisentwicklung sowie das Inflationsniveau verringert hat.¹ Ausgehend von der begrenzten Volatilität und dem niedrigeren Inflationsniveau ließe sich die Veränderung der nationalen Teuerungsraten in verhältnismäßig stärkerem Maße durch exogene globale Preisschocks wie etwa Rohstoffpreisänderungen erklären.

In der Fachliteratur ist der Begriff der „globalen Inflation“ in den Blickpunkt gerückt. Dahinter verbirgt sich die Vorstellung, dass sich die inländischen Teuerungsraten wegen des verstärkten Einflusses weltwirtschaftlicher Entwicklungen auf die Binneninflation einander angenähert haben. Ein Strang der Fachliteratur zur globalen Inflation konzentriert sich auf die gemeinsame – oder globale – Komponente der nationalen Teuerungsraten und auf deren Relevanz für die inländische Inflationsentwicklung.² In einem zweiten Ansatz wird hauptsächlich auf die Bedeutung globaler Produktionslücken sowie der Integration in internationale Wertschöpfungsketten als Bestimmungsfaktor nationaler Inflationsprozesse hingewiesen.³

¹ Siehe auch M. J. Beechey, B. K. Johannsen und A. T. Levin, Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 3, Nr. 2, 2011, S. 104-129.

² Ciccarelli und Mojon stellen länderübergreifend einen signifikanten Gleichlauf der Teuerungsraten fest und weisen nach, dass Modelle, die eine Messgröße der globalen Inflation berücksichtigen, die nationalen Benchmark-Inflationsprognosen durchweg verbessern. Sie gelangen zu dem Ergebnis, dass die Teuerung als ein globales und nicht als ein nationales Phänomen modelliert werden sollte: Siehe M. Ciccarelli und B. Mojon, Global Inflation, in: The Review of Economics and Statistics, Bd. 92, Nr. 3, August 2010, S. 524-535.

³ Borio und Filardo beispielsweise argumentieren, dass Näherungswerte für die weltwirtschaftliche Unterauslastung einen erheblichen zusätzlichen Erklärungsgehalt für herkömmliche Benchmark-Inflationsgleichungen bieten und dass die Bedeutung globaler Faktoren im Zeitverlauf zugenommen hat. In einer Folgestudie stellen Auer, Borio und Filardo einen direkten Zusammenhang zwischen der von ihnen so bezeichneten „Globalisierung der Inflation“ und der zunehmenden Integration des globalen Versorgungsnetzwerks her. Siehe C. Borio und A. Filardo, Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, Working Papers der BIZ, Nr. 227, 2007; R. Auer, C. Borio und A. Filardo, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains, Working Papers der BIZ, Nr. 602, 2017; L. Guerrieri, C. Gust und J. D. López-Salido, International Competition and Inflation: A New Keynesian Perspective, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 2, Nr. 4, 2010, S. 247-280.

Vor diesem Hintergrund beleuchtet der vorliegende Beitrag die Rolle binnenwirtschaftlicher und außenwirtschaftlicher Faktoren im Hinblick auf die Inflationsentwicklung und untersucht, ob sich ihre relative Bedeutung im Zeitverlauf verändert hat. Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden die inländischen und globalen Antriebskräfte der Teuerung erläutert. Abschnitt 3 geht auf die Gemeinsamkeiten in der Inflationsentwicklung weltweit ein. Die relative Bedeutung nationaler und internationaler Faktoren für die Entwicklung der Teuerung im Euro-Währungsgebiet nach der Krise wird in Abschnitt 4 analysiert. Abschnitt 5 geht der Frage nach, ob die Globalisierung die Bedeutung der weltwirtschaftlichen Unterauslastung für die Modellierung der Binneninflation anhand von Phillips-Kurven verändert hat. Abschließend wird ein Fazit gezogen.

2 Binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Antriebskräfte der Teuerung

Auf mittlere Sicht spielen die Inflationserwartungen für das Erreichen des Inflationsziels einer Zentralbank eine entscheidende Rolle.

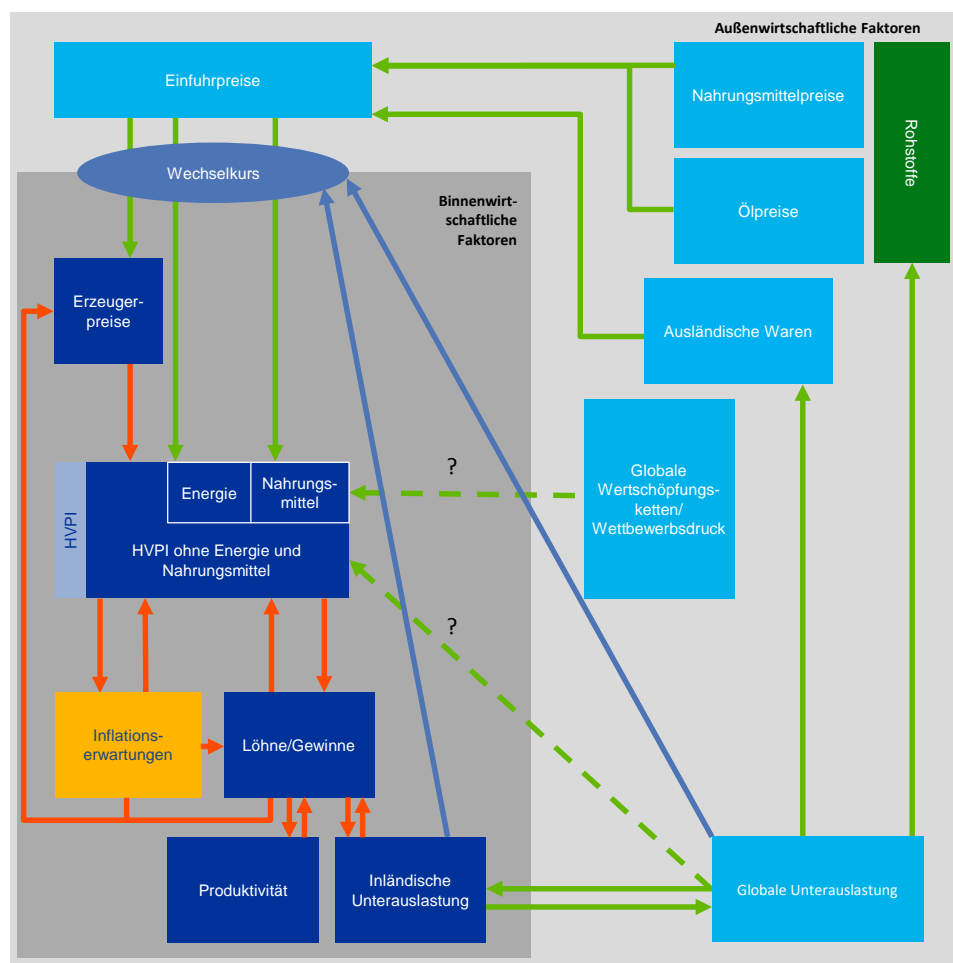
Inflationserwartungen, die im Einklang mit dem Inflationsziel fest verankert sind, unterstützen das Erreichen dieses Ziels, indem sie als Orientierung für Lohn- und Preissetzungsentscheidungen in der Volkswirtschaft dienen. Eine Abweichung der Inflationserwartungen vom Inflationsziel kann selbstverstärkend wirken.⁴ Die Verankerung der Inflationserwartungen ist daher eine Kernaufgabe der Geldpolitik.

Auf kurze Sicht werden Schwankungen der Inflation sowohl durch binnen- als auch durch außenwirtschaftliche Entwicklungen beeinflusst. Im Folgenden werden die Hauptantriebskräfte der Teuerung aus binnenwirtschaftlicher wie auch außenwirtschaftlicher Perspektive erläutert. Abbildung 1 gibt einen stilisierten Überblick über die Bestimmungsfaktoren der Inflation gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). Als Benchmark-Indikator für das Preisstabilitätsziel der EZB basiert der HVPI auf einem weit gefassten Waren- und Dienstleistungskorb. Der zur Berechnung des HVPI verwendete Warenkorb wird gemeinhin in die Hauptkomponenten Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie untergliedert. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, die dementsprechend die Preisentwicklung bei Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen ohne Energie abbildet, stellt ein Maß für die zugrunde liegende Inflation dar.

⁴ Weitere Einzelheiten hierzu finden sich beispielsweise in: M. Ciccarelli und C. Osbat, Low inflation in the euro area: Causes and consequences, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 181, 2017, sowie F. Buseti, D. Delle Monache, A. Gerali und A. Locarno, Trust, but verify. De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity, Working Paper Series der EZB, Nr. 1994, 2017.

Abbildung 1

Binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Antriebskräfte der Teuerung – stilisierter Überblick



Quelle: EZB. Die roten Pfeile zeigen die binnenwirtschaftlichen, die grünen Pfeile die außenwirtschaftlichen Antriebskräfte der Teuerung. Die blauen Pfeile veranschaulichen, dass die globale und die inländische Unterenauslastung wichtige Bestimmungsgrößen der Wechselkursentwicklung sind. Die gestrichelten grünen Linien bezeichnen die im vorliegenden Aufsatz beschriebenen Hypothesen, wonach globale Wertschöpfungsketten und die weltwirtschaftliche Unterenauslastung einen unmittelbaren Einfluss auf die Inflation im Euroraum haben.

Der binnenwirtschaftliche Preisdruck wird weitgehend von der Entwicklung der Lohnstückkosten und der Gewinnmargen bestimmt.

Die Löhne sind ein wichtiger Input-Kostenfaktor für die inländische Produktion. Bei den Dienstleistungen, die zwei Drittel der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel ausmachen, entfällt der Löwenanteil von rund 50 % der Vorleistungskosten auf die Löhne, die mit einem Anteil von etwa 20 % auch ein wichtiger Kostenfaktor bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie sind. Soweit die Löhne stärker steigen als die Produktivität, treiben sie die Lohnstückkosten in die Höhe, sodass der Kostendruck auf die Unternehmen zunimmt, was sich in der Folge auf die Erzeugerpreise und letztendlich auch auf die Verbraucherpreise auswirken kann. Die Stärke dieses Durchwirkens hängt entscheidend von der Entwicklung der Gewinnmargen ab, die wiederum eng mit der Preissetzungsmacht der Unternehmen verknüpft ist. Diese Preissetzungsmacht wird von strukturellen Faktoren bestimmt,

etwa von der Wettbewerbsintensität und den Zugangsbarrieren, schwankt jedoch auch konjunkturbedingt mit der wechselnden Nachfrage.

Maßgeblich für den binnenwirtschaftlichen Preisdruck ist der inländische Konjunkturzyklus. Die Arbeitslosigkeit entwickelt sich im Gleichlauf mit der Konjunktur, und eine geringe Unterauslastung am Arbeitsmarkt übt tendenziell einen Aufwärtsdruck auf das Lohnwachstum aus.⁵ Analog hierzu können die Unternehmen bei einem Nachfrageüberhang in konjunkturellen Aufschwungphasen ihre Gewinnmargen ausweiten, wohingegen eine schleppende Nachfrage in Abschwungphasen oftmals mit einer Margenverringerung einhergeht, da die Firmen mit Preisstopps bzw. Preissenkungen reagieren (um einen gleichbleibenden Absatz zu gewährleisten) oder auf die Weitergabe höherer Vorleistungskosten verzichten (um keine Marktanteile zu verlieren).⁶ Die Entwicklung der Gewinnmargen und Löhne hat auch bedeutende Rückkopplungseffekte auf die Nachfrage, und zwar über die Investitionsentscheidungen der Unternehmen und die Konsumententscheidungen der privaten Haushalte, die sich wiederum auf die Wahrscheinlichkeit steigender Löhne und Gewinnmargen auswirken. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck lässt sich zum Beispiel anhand der Summe aus Lohnstückkosten und Gewinnen je BIP-Einheit (einem Maß der inländischen Produktionskosten) messen.⁷ Abbildung 2 veranschaulicht das zyklische Verhalten des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks, der einen engen Gleichlauf mit dem Konjunkturzyklus im Eurogebiet aufweist.

⁵ Siehe beispielsweise EZB, Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016, und EZB, Die Phillips-Kurven-Beziehung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2014.

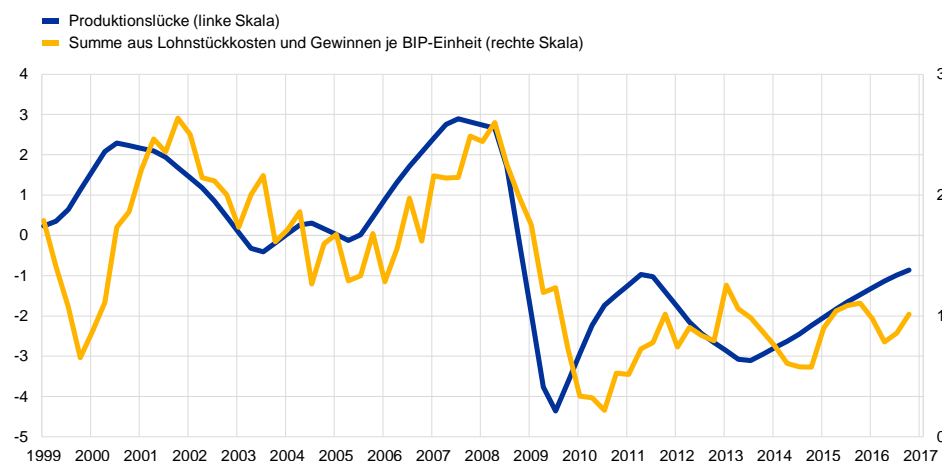
⁶ Siehe EZB, Trends bei den Gewinnmargen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015.

⁷ Die Lohnstückkosten stellen die durchschnittlichen Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit dar, während die Gewinne je BIP-Einheit als Bruttobetriebsüberschuss je Einheit des realen BIP definiert sind. Der Bruttobetriebsüberschuss ergibt sich aus dem BIP abzüglich des Arbeitnehmerentgelts abzüglich indirekter Steuern. Eine Erörterung der Einflussgrößen des BIP-Deflators und des HVPI findet sich in: EZB, Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entkopplung des BIP-Deflators und des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

Abbildung 2

Entwicklung des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euroraum über den Konjunkturzyklus hinweg

(in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Zeitreihe „Summe aus Lohnstückkosten und Gewinnen je BIP-Einheit“ spiegelt die Entwicklung des BIP-Deflators ohne den Einfluss der Abgaben je BIP-Einheit wider. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

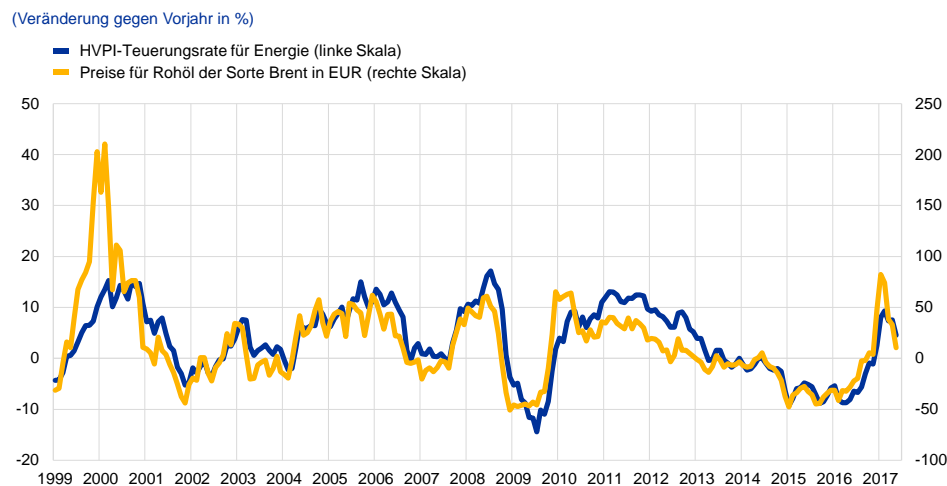
Was die externen Triebkräfte der Inflation betrifft, so üben die Einfuhrpreise für Rohstoffe sowie für Vorleistungsgüter und Endprodukte über direkte und indirekte Effekte einen beträchtlichen Einfluss auf die inländische Teuerung aus.⁸ Die Preise für Öl und für importierte Endprodukte haben zum Beispiel unmittelbare Auswirkungen auf den Preisauftrieb bei Energie bzw. bei Industrieerzeugnissen ohne Energie. Darüber hinaus schlagen sich die Importpreise für Rohstoffe und Vorleistungsgüter auch indirekt in den Erzeugerpreisen nieder, und zwar über höhere Vorleistungskosten, die dann entlang der Preissetzungskette weitergegeben werden.

Die Rohstoffpreise sind – wie auch die Preise für Öl und Nahrungsmittel – für die Entwicklung der Gesamtinflation besonders wichtig. Mit Blick auf globale Bestimmungsfaktoren der inländischen Teuerung macht sich der Einfluss der Ölnotierungen auf den Preisauftrieb bei Energie am deutlichsten bemerkbar. Die Teuerung bei Energie im Euroraum, die einen Anteil von rund 10 % an dem für die Messung des HVPI verwendeten Warenkorb der Konsumenten hat, ist recht eng mit der Entwicklung der Rohölpreise, die an den Weltmärkten bestimmt werden, verknüpft (siehe Abbildung 3). Die Nahrungsmittelpreise im Eurogebiet stehen im Zeichen der Gemeinsamen Agrarpolitik und unterliegen der Tatsache, dass an einigen Märkten regionale Faktoren wie etwa die Regulierung oder Gesundheitsrisiken zum Tragen kommen können; globale Nachfrage- und Angebotsfaktoren spielen aber dennoch eine wichtige Rolle. Die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln macht rund 19 % des HVPI-Warenkorbs aus und ist etwas volatil, da sie zudem direkt von den Wetterverhältnissen weltweit beeinflusst wird. Wie in Abbildung 4 dargestellt, weisen die inländischen Nahrungsmittelpreise

⁸ Siehe beispielsweise EZB, Die Bedeutung globaler Faktoren für die jüngste Entwicklung der Inflation im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht Juni 2014.

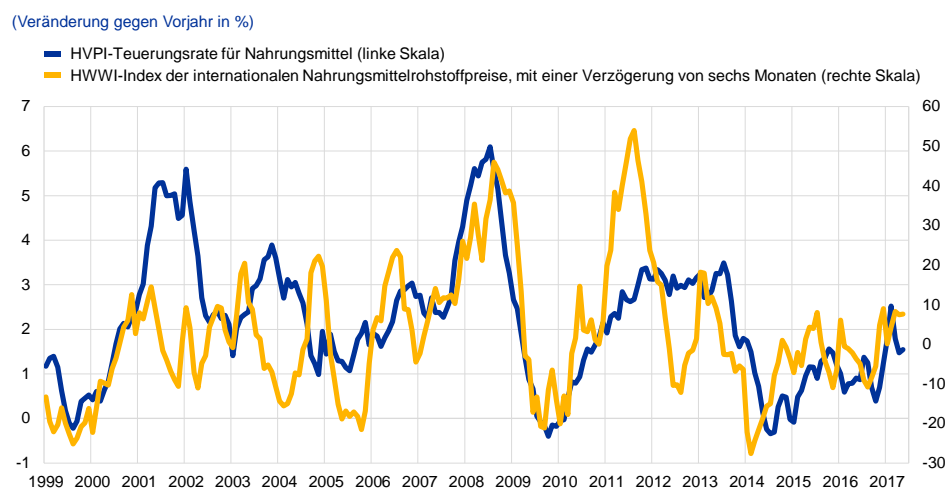
tendenziell eine zeitverzögerte Korrelation mit der entsprechenden Entwicklung am Weltmarkt auf.

Abbildung 3
Ölpreise und am HVPI gemessene Teuerungsrate für Energie



Quellen: Eurostat, BIZ und Bloomberg.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2017.

Abbildung 4
Am HVPI gemessene Teuerungsrate für Nahrungsmittel und globaler Nahrungsmittelpreisindex



Quellen: Eurostat, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und Bloomberg.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2017. Die von 2001 bis 2003 verzeichnete deutliche Abweichung zwischen der am HVPI gemessenen Teuerungsrate für Nahrungsmittel und dem HWWI-Index der internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreise war die Folge kräftiger Preissteigerungen bei Fleisch, die durch die Rinderseuche BSE (bovine spongiforme Enzephalopathie) – allgemein auch als Rinderwahn bekannt – verursacht worden waren. Im Jahr 2011 wirkten die rasch steigenden Preise für pflanzliche Erzeugnisse, die ein relativ hohes Gewicht im HWWI-Index der internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreise haben, nur teilweise auf die Nahrungsmittelpreise im Euroraum durch.

Die Importpreise sind für die zugrunde liegende Inflation ebenfalls von großer Bedeutung. Ein Kanal wirkt über die direkt eingeführten Waren. Besonders relevant ist dieser bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie, bei denen es sich Schätzungen zufolge zu rund 15 % um direkt importierte Konsumgüter handelt. Veränderungen der Rohstoffpreise schlagen sich mit einer gewissen Verzögerung

auch in der zugrunde liegenden Inflation nieder, etwa über die Auswirkungen höherer Einfuhrpreise für Öl auf die Produktionskosten. Solche indirekten Effekte⁹ sind bei bestimmten HVPI-Dienstleistungspositionen, etwa bei Verkehrsdienstleistungen (z. B. Luftfahrt), bei denen die Kraftstoffpreise einen wesentlichen Kostenfaktor darstellen, ganz offensichtlich. Sie beeinflussen zudem die Preise von Industrierzeugnissen ohne Energie bzw. von Dienstleistungen, die relativ viel Öl oder viel Energie bei der Produktion erfordern, wie zum Beispiel pharmazeutische Erzeugnisse und einige für Instandhaltungs- und Reparaturarbeiten an der Wohnung verwendete Materialien. Außerdem können Einfuhrpreisschocks Zweitrundeneffekte zur Folge haben, wenn ihre preistreibende Wirkung das Lohn- und Preissetzungsverhalten beeinflusst, was sich dann ebenfalls in der Teuerung niederschlägt.

Der Wechselkurs ist ein wichtiger Faktor an der Nahtstelle zwischen dem außenwirtschaftlichen und dem binnenwirtschaftlichen Umfeld. Wie in Abbildung 1 dargestellt, vermindert bzw. verstärkt der Wechselkurs die Transmission ausländischer Kosten und Preise auf die Kosten und Preise im Inland. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet von einer Vielzahl von Faktoren abhängen, darunter das gesamtwirtschaftliche Umfeld, die Bestimmungsgrößen der unternehmerischen Preissetzung und die den Wechselkursbewegungen zugrunde liegenden Schocks.¹⁰

Spielt die wirtschaftliche Unterauslastung im Ausland bei der inländischen Inflation eine unmittelbare Rolle? Der traditionellen Sichtweise zufolge wirkt sich die globale Unterauslastung tatsächlich auf die inländische Teuerung aus, wenn auch indirekt. Erstens hat sie einen beträchtlichen Einfluss auf die Rohstoffpreise, was sich wiederum über die Einfuhrpreise für Rohstoffe in der Binneninflation niederschlägt. Zweitens sind ausländische Produktionslücken aufgrund ihrer Auswirkung auf die Importpreise der betreffenden Waren für die kurzfristige Inflationsdynamik von Belang. Drittens beeinflusst die weltweite Konjunkturlage indirekt die inländische Produktionslücke, da eine höhere internationale Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen über den Nettoexportkanal das binnenwirtschaftliche Einkommen stützt. Allerdings könnte sich die weltwirtschaftliche Unterauslastung sogar auf direktere Weise auf die inländische Teuerung auswirken, wie eine entsprechende Hypothese nahelegt.¹¹ Die Vertreter dieser Auffassung weisen darauf hin, dass sich die Palette handelbarer Produkte erweitert hat und es sich bei den in verschiedenen Ländern hergestellten Waren häufig um enge Substitute handelt. Dies gilt verstärkt auch für Dienstleistungen,

⁹ Eine Erörterung dieses Themas findet sich in: EZB, Indirekte Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht Dezember 2014.

¹⁰ Der Einfachheit halber werden die Auswirkungen ausländischer Rohstoff- und Güterpreise auf Basis der Einfuhrpreise in Euro analysiert; auf die Bedeutung der Wechselkursentwicklung für den Transmissionsprozess wird hier nicht explizit eingegangen. Nähere Einzelheiten zu diesem Thema finden sich in: EZB, Transmission von Wechselkursänderungen auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016.

¹¹ Wie von Borio und Filardo sowie von Milani dargelegt: Siehe F. Milani, Global Slack and Domestic Inflation Rates: A Structural Investigation for G-7 Countries, Working Paper der Federal Reserve Bank of Dallas, Nr. 33, 2009.

deren Handelbarkeit vielfach zugenommen hat. Darüber hinaus sind die Faktorinputmärkte infolge der Kapitalmobilität und eines international immer ähnlicher werdenden Arbeitsangebots weltweit eng verflochten. Hinzu kommt, dass die geografische Verlagerung der Produktion und die Zerlegung der Produktionsprozesse in ihre jeweiligen Bestandteile durch Fortschritte in der Kommunikationstechnologie und den allmählichen Abbau von Handels- und regulatorischen Finanzmarktbarrieren begünstigt werden.¹² Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die deutliche längerfristige Steigerung des Produktionspotenzials in der Weltwirtschaft – zum Beispiel infolge der Eingliederung Chinas, die dem Weltwirtschaftssystem sowohl direkt als auch indirekt eine enorme Zahl zusätzlicher Erwerbspersonen einbrachte.¹³ Auf der Grundlage all dieser Faktoren wird aus der Sichtweise der globalen Unterauslastung argumentiert, dass in Bezug auf handelbare Waren und Dienstleistungen nicht mehr ausschließlich die angespannte Wirtschaftslage oder die wirtschaftliche Unterauslastung im Inland, sondern auch die Situation weltweit entscheidend ist, weil die nationalen Nachfrage- und Angebotsbedingungen für eine bestimmte handelbare Ware oder Dienstleistung in anderen Ländern in unterschiedlichem Maße ausgeglichen werden können. Dies könnte in der Tat zur Folge haben, dass die inländische Inflation verstärkt auf eine weltwirtschaftliche Unterauslastung reagiert.

Wirkt sich die Integration in globale Wertschöpfungsketten darauf aus, welche Bedeutung die Unterauslastung im Ausland für die Binneninflation hat? Aus

aktuellen Untersuchungen geht hervor, dass die unmittelbare Relevanz der ausländischen Unterauslastung für die Binneninflation von der Einbindung in globale Wertschöpfungsketten abhängt. Begünstigt wurde die zunehmende Bedeutung internationaler Wertschöpfungsketten durch Innovationen in der Informations- und Kommunikationstechnologie, die eine Abstimmung und Überwachung der Just-in-Time-Produktion in verschiedenen Fertigungsphasen durch unterschiedliche Unternehmen weltweit sowie eine Verlagerung firmenspezifischen Know-hows über Ländergrenzen hinweg ermöglichen. Diese globalen Wertschöpfungsketten decken auch immer mehr unternehmensbezogene Dienstleistungen ab. Auer, Borio und Filardo¹⁴ führen an, dass die Unternehmen durch die Einbindung in diese Wertschöpfungsketten noch besser in die Lage versetzt werden, bestimmte Fertigungsstufen mittels Offshoring und Outsourcing über Ländergrenzen hinweg zu substituieren. Dies erhöht wiederum den Wettbewerbsdruck der heimischen Arbeitsmärkte, da sich beispielsweise die Gewerkschaften der glaubhaften Androhung einer Verlagerung bestimmter Produktionsschritte ins Ausland bewusst sind. Ein solches Szenario veranlasst Gewerkschaften und Arbeitgeber zudem, die im Ausland vorhandenen Produktionskapazitäten bei Tarifverhandlungen mit ins Kalkül zu ziehen. Darüber hinaus wächst durch die Integration in globale Wertschöpfungsketten auch die Bedeutung der im Ausland hergestellten

¹² Siehe K. Scheve und M. Slaughter, Economic insecurity and the globalization of production, Working Paper des NBER, Nr. 9339, 2002.

¹³ Siehe R. Freeman, Labor Goes Global: The Effects of Globalization on Workers Around the World, Niederschrift des Eighth Annual Rocco C. and Marion S. Siciliano Forum 2004: Considerations on the Status of the American Society, 2005. Siehe auch die Erläuterungen in Kasten 1.

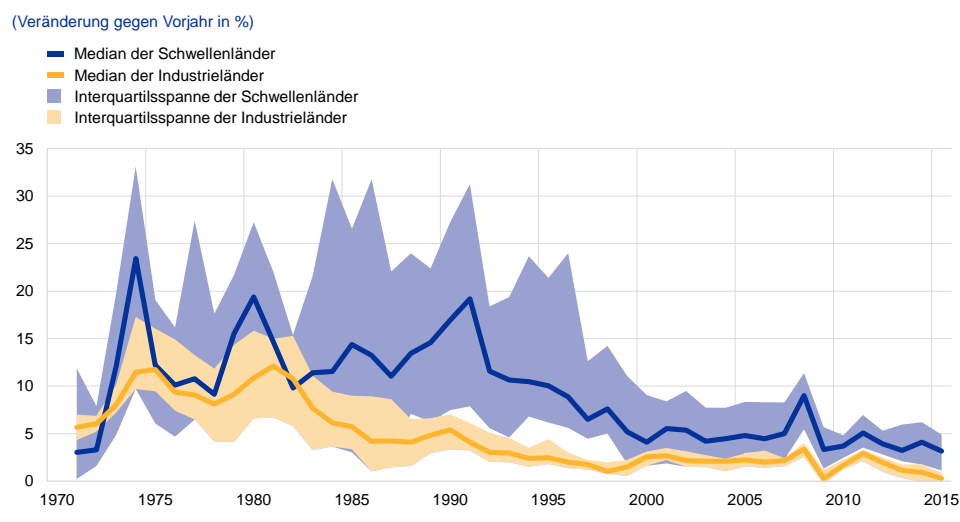
¹⁴ Siehe R. Auer, C. Borio und A. Filardo, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains, Working Papers der BIZ, Nr. 602, 2017.

Vorleistungsgüter, deren Preise stark von der Unterauslastung der dortigen Wirtschaft abhängen. Je mehr die verschiedenen Fertigungsstufen – so die Argumentation – über komplexe, multinationale Netzwerke verteilt sind, desto stärker wirken sich außenwirtschaftliche Faktoren und Angebotsbedingungen in anderen Ländern auf die Lohn- und Preissetzungsentscheidungen von Unternehmen und folglich auch auf die Entwicklung der inländischen Teuerung aus.¹⁵

3 Weltweite Gemeinsamkeiten bei der Inflationsentwicklung

Die Inflationsdynamik weist seit Ende der 1990er-Jahre weltweit zunehmend gemeinsame Verlaufsmuster auf. In den vergangenen zwei Jahrzehnten war in einer großen Gruppe von Industrie- und Schwellenländern eine verstärkte Synchronisierung der Preisentwicklung erkennbar. So zeigte auch die Teuerung im Euroraum – mit nur zwei Ausnahmen – einen sehr engen Gleichlauf mit der Inflation in den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD); stärkere Abweichungen gab es lediglich von 1999 bis 2002, als der Euroraum nach der Einführung der gemeinsamen Währung eine Phase mit niedrigen Inflationsraten durchlief,¹⁶ und in geringerem Maße nochmals von 2014 bis 2015 (siehe Abbildung 5 und 6).

Abbildung 5
Inflationsraten in Industrie- und Schwellenländern



Quelle: Haver.
Anmerkung: Die Interquartilspanne deckt 50 % der Stichproben der Industrie- und Schwellenländer ab. Die Stichprobe umfasst 17 Industrieländer (Australien, Belgien, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Italien, Japan, Kanada, Neuseeland, die Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, die Schweiz, Spanien und die Vereinigten Staaten) und 24 Schwellenländer (Ägypten, Bolivien, Chile, Ecuador, Elfenbeinküste, El Salvador, Guatemala, Honduras, Indonesien, Israel, Jamaika, Kolumbien, Malaysia, Mauritius, Mexiko, Nigeria, Paraguay, die Philippinen, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Tunesien und die Türkei). Erfasst sind nur Länder, für die Daten ab 1970 verfügbar sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2016.

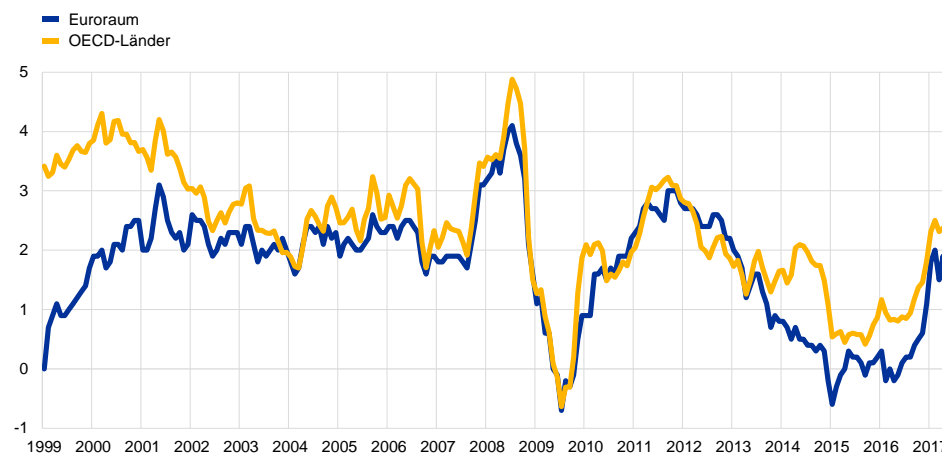
¹⁵ Siehe hierzu auch EZB, Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz aus globaler Sicht, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

¹⁶ Siehe EZB, Inflationsunterschiede im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen zehn Jahren, Monatsbericht November 2012.

Abbildung 6

Inflationsentwicklung im Euroraum und in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD, Haver und Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017 (OECD-Länder) bzw. Mai 2017 (Euroraum).

Seit 2007 hat sich die Inflation im Euroraum wie auch in den OECD-Mitgliedstaaten im Durchschnitt sehr volatil entwickelt.

Dabei gab es zwei Phasen mit rückläufigen Teuerungsraten (2008 bis 2009 und 2012 bis Anfang 2015) sowie eine längere Phase mit gedämpftem Preisauftrieb von 2014 bis 2016 (siehe Abbildung 6). Die Gesamtinflation wurde maßgeblich durch die Entwicklung der globalen Rohstoffpreise bestimmt, d. h. durch den Ölpreiseinbruch 2008/2009, die anschließende Erholung auf ein sehr hohes Niveau und den erneuten Rückgang der Ölnotierungen in den Jahren 2014 bis 2016.

Der enge Gleichlauf der Teuerungsraten in den Industrieländern hat eine wissenschaftliche Debatte darüber ausgelöst, ob sich die Inflation zunehmend zu einem weltweiten Phänomen entwickelt, das immer stärker dem Einfluss globaler Faktoren unterliegt.

So kommen etwa Ciccarelli und Mojon auf Basis einer Hauptkomponentenanalyse zu dem Ergebnis, dass der Inflation in 22 OECD-Ländern ein gemeinsamer Faktor zugrunde liegt, der im Schnitt rund 70 % der Schwankungen der Gesamtinflation in diesen Ländern in langfristiger Betrachtung (1960 bis 2008) erklären kann. Einer jüngeren, auf einem ähnlichen Ansatz basierenden Studie von Ferroni und Mojon¹⁷ zufolge schlugen globale Faktoren in derselben Ländergruppe im Zeitraum von 1993 bis 2014 etwas weniger stark zu Buche; nur ungefähr die Hälfte der Varianz der Binneninflation kann durch die gemeinsame (globale) Inflation erfasst werden.¹⁸ Bei dieser Analyse wurde auch die

¹⁷ Siehe F. Ferroni und B. Mojon, Domestic and Global Inflation, 2016, Mimeo. J. Kearns kommt in einer Prognoseuntersuchung zu dem Schluss, dass sich die umfragebasierten Prognosen der nationalen Preisentwicklung in den meisten Ländern nicht verbessern, wenn die weltweite Inflation mit einbezogen wird. Dies könnte allerdings auch damit zusammenhängen, dass umfragebasierte Vorausschätzungen bereits Informationen zur globalen Inflation beinhalten; siehe J. Kearns, Global inflation forecasts, Working Papers der BIZ, Nr. 582, 2016.

¹⁸ Eine weitere Untersuchung auf Grundlage einer erheblich größeren Stichprobe von 223 Ländern und Gebieten für den Zeitraum von 1980 bis 2012 zeigt, dass globale Faktoren einen wesentlich größeren Anteil der Schwankungen in den betreffenden nationalen Teuerungsraten erfassen können; siehe M. Parker, Global inflation: the role of food, housing and energy prices, Working Paper Series der EZB, Nr. 2024, 2017.

zugrunde liegende Inflation (gemessen als Gesamtinflation ohne Energie und Nahrungsmittel) untersucht, mit dem Ergebnis, dass 40 % der Schwankungen der inländischen zugrunde liegenden Inflation in den 22 betrachteten OECD-Mitgliedstaaten durch die globale Preisentwicklung erklärt werden können.

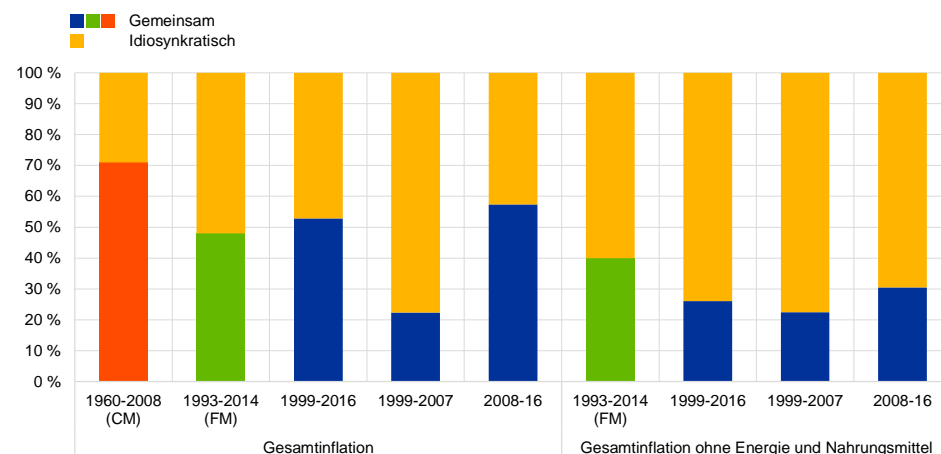
Wie stark sich die globale Inflationsentwicklung in der inländischen Teuerung niederschlägt, scheint weitgehend vom Betrachtungszeitraum abzuhängen.

Unter Anwendung einer ähnlichen Methodik wie bei Ciccarelli und Mojon zur Untersuchung der Gesamtinflation in 40 Industrie- und Schwellenländern sowie der Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel in 34 Ländern im Zeitraum von 1999 bis 2016 zeigt sich, dass Schwankungen der inländischen Gesamtinflation in den betrachteten Ländern insgesamt etwa zur Hälfte durch globale Faktoren erfasst werden können (siehe Abbildung 7). Der Anteil hat sich jedoch im Laufe der Zeit verändert: So fielen globale Faktoren von 2008 bis 2016 erheblich stärker ins Gewicht als im Zeitraum 1999 bis 2007. Bei Betrachtung der Gesamtteuerung ohne Energie und Nahrungsmittel fällt der Einfluss der weltweiten Preisentwicklung zwar insgesamt etwas schwächer aus (durchschnittlich rund ein Viertel der Varianz kann erklärt werden), doch auch hier scheint die Bedeutung globaler Faktoren in letzter Zeit zugenommen zu haben.

Abbildung 7

Bedeutung globaler Faktoren für die inländische Inflationsentwicklung auf Basis von Faktoranalysen

(Anteil der Schwankungen, die durch gemeinsame bzw. idiosynkratische Faktoren erklärt werden können)



Anmerkung: Der rote Balken („CM“) stellt den Anteil gemeinsamer Faktoren gemäß der Berechnung von Ciccarelli und Mojon dar, die grünen Balken („FM“) zeigen den Anteil gemeinsamer Faktoren gemäß der Berechnung von Ferroni und Mojon. Die übrigen Ergebnisse (blaue Balken) basieren auf Schätzungen der EZB zu 40 Industrie- und Schwellenländern (Gesamtinflation) bzw. 34 Ländern (Gesamtinflation ohne Energie und Nahrungsmittel).

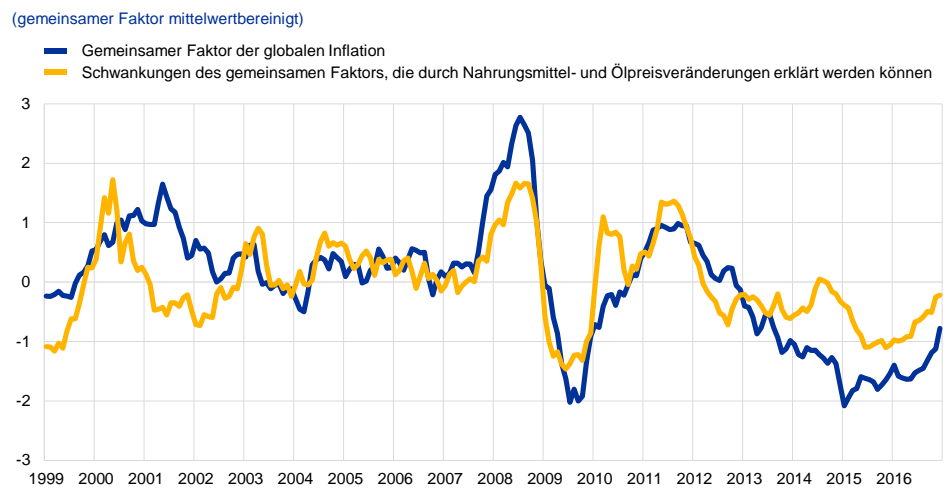
Die geldpolitische Ausrichtung spielt für den länderübergreifenden Gleichlauf von Inflationsschwankungen ebenfalls eine Rolle.

So spiegelt sich in der hohen Synchronität der Binneninflation in den untersuchten Ländern (siehe Abbildung 5) auch eine gemeinsame Veränderung des geldpolitischen Kurses wider. In den 1990er-Jahren war bei der Teuerung ein allgemeiner Abwärtstrend zu beobachten, der zunächst vor allem die Industrieländer betraf, im weiteren Verlauf aber auch einige Schwellenländer erfasste. Ursächlich hierfür könnte die zunehmende Ausrichtung der Geldpolitik auf die Gewährleistung von Preisstabilität gewesen

sein.¹⁹ Wenn sich die Geldpolitik im Hinblick auf die Verankerung der inländischen Preiserwartungen, die Begrenzung der Volatilität der Inflationsentwicklung und die Eindämmung der Teuerung als effektiv erweist, werden Schwankungen der nationalen Inflationsraten verhältnismäßig stärker von exogenen globalen Preisschocks (etwa Rohstoffpreisänderungen) bestimmt.

Haupttriebfeder des gemeinsamen globalen Faktors der Inflation dürfte die weltweite Rohstoffpreisentwicklung sein. Den wichtigsten Impuls liefert dabei die globale Ölpreisentwicklung, die sich deutlich im inländischen Energiepreisauftrieb niederschlägt.²⁰ Über das Durchwirken der Energieteuerung auf die zugrunde liegende Inflation kann sich der weltweite Einfluss der Ölpreisentwicklung auf die jeweilige Inlandsinflation verstärken, soweit diesbezüglich Ähnlichkeiten zwischen den einzelnen Ländern bestehen. Gleiches gilt auch entsprechend für die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln und sonstigen Rohstoffen, die ebenfalls in hohem Maße von der globalen Rohstoffinflation abhängen. Abbildung 8 veranschaulicht die Bedeutung der Rohstoffpreise für den weltweiten Gleichlauf der Gesamtinflation. Daraus geht hervor, dass sich die Veränderungen des gemeinsamen Faktors etwa zur Hälfte auf die Preisentwicklung bei Öl und Nahrungsmittelrohstoffen zurückführen lassen. Dies stützt auch die Auffassung, dass sich der Einfluss globaler Faktoren je nach Häufigkeit und Ausmaß von Öl- und Nahrungsmittelpreisschocks ändert.

Abbildung 8
 Beziehung zwischen dem gemeinsamen Faktor der globalen Inflation und der Rohstoffpreisentwicklung



Anmerkung: Die blaue Linie stellt den gemeinsamen Faktor der globalen Inflation dar, ermittelt durch Replizierung des Hauptkomponentenansatzes von Ciccarelli und Mojon für eine Stichprobe von 40 Industrie- und Schwellenländern und normiert auf einen Mittelwert von null. Die gelbe Linie zeigt die Entwicklung der Öl- und Nahrungsmittelpreise, gewichtet mit den Koeffizienten, die sich aus einer linearen Regression des gemeinsamen Faktors der Öl- und Nahrungsmittelpreise (mit einer zeitlichen Verzögerung von drei Monaten) ergeben.

¹⁹ Dies geschah durch die erfolgreiche Verbreitung „guter“ geldpolitischer Konzepte unter den Zentralbanken; siehe M. Ciccarelli und B. Mojon, a. a. O.

²⁰ Siehe beispielsweise EZB, Die Bedeutung globaler Faktoren für die jüngste Entwicklung der Inflation im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht Juni 2014, und EZB, Ölpreise und Verbraucherpreise für Energie im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2016, März 2016.

Dass sich der Einfluss globaler Faktoren auf die Binneninflation im Zeitverlauf so stark verändert, hängt unter anderem mit der zyklischen Entwicklung der Rohstoffpreise zusammen. Der von Ciccarelli und Mojon konstatierte sehr starke Einfluss globaler Faktoren dürfte teilweise der Einbeziehung von Daten aus den 1970er-Jahren geschuldet sein – einer Zeit, in der die Zentralbanken zuließen, dass die Energiepreise die Inflation weltweit in die Höhe trieben. Bei Analysen, die anhand einer vergleichbaren Methodik einen kürzeren Zeitraum betrachten, in dem es der Geldpolitik weltweit deutlich besser gelungen ist, Inflationsschwankungen im Zusammenhang mit starken Rohstoffpreisänderungen zu dämpfen, wird dementsprechend eine wesentlich geringere Bedeutung globaler Faktoren festgestellt. Der Einfluss starker Energiepreisschwankungen auf die Inflationsentwicklung nach 2008, der über indirekte Effekte auch auf die zugrunde liegende Inflation durchwirkte, könnte teilweise die erheblichen Unterschiede erklären, die bei Untersuchung der beiden Teilstichproben für 1999 bis 2007 bzw. 2008 bis 2016 im Hinblick auf die Bedeutung globaler Faktoren für die Gesamtteuerung und für die zugrunde liegende Inflation zu verzeichnen sind (siehe Abbildung 7).

4 Zerlegung des Einflusses globaler und binnenwirtschaftlicher Faktoren auf die Inflation im Euro-Währungsgebiet seit der Krise

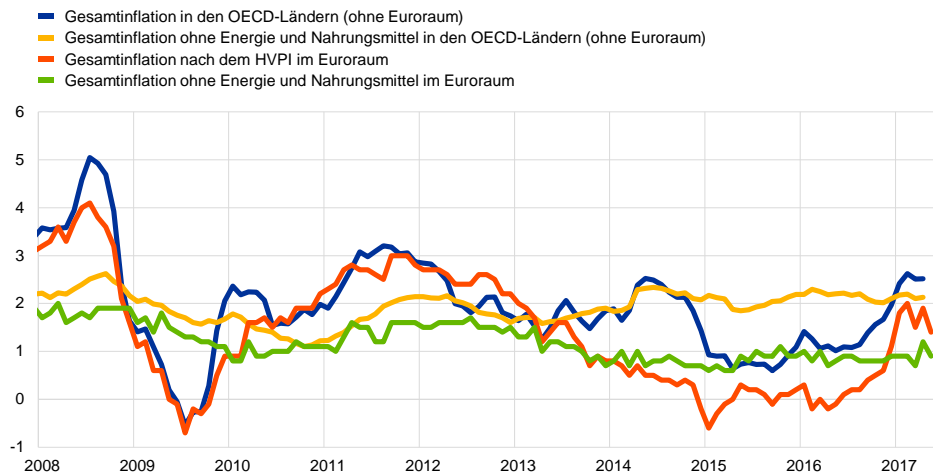
Um die Bedeutung globaler und binnenwirtschaftlicher Faktoren für die Inflationsentwicklung im Eurogebiet näher zu beleuchten, wird im folgenden Abschnitt der Zeitraum seit der globalen Finanzkrise untersucht und eine Aufschlüsselung der Auswirkungen inländischer und weltweiter Faktoren sowie deren relativer Bedeutung im Zeitverlauf vorgenommen.

Von 2008 bis Mitte 2013 wies die Gesamtinflation im Euro-Währungsgebiet einen engen Gleichlauf mit jener in anderen Industrieländern auf (siehe Abbildung 9). Sowohl in den nicht dem Euroraum angehörenden OECD-Ländern als auch im Eurogebiet kletterte die Gesamtinflation im Herbst 2011 auf Spitzenwerte und fiel anschließend rapide ab; nach 2013 war allerdings im Euroraum ein stärkerer Rückgang der Teuerung zu beobachten. In den Jahren 2015 und 2016 kehrte sie sich im Eurogebiet mehrmals ins Negative, während sie beim OECD-Aggregat (ohne Euro-Länder) durchgängig positiv blieb. Außerdem schwankte die Gesamtinflation im Euroraum von Ende 2014 bis Herbst 2016 weiter um die Nullmarke herum.

Abbildung 9

Inflationsraten im Euroraum und in der OECD-Ländergruppe

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2017 (Euroraum) bzw. April 2017 (OECD-Länder ohne Euroraum).

Es ist nicht ganz einfach, den Beitrag globaler und binnenwirtschaftlicher Faktoren zur Entwicklung des Verbraucherpreisanstiegs im Euroraum zu bestimmen. Erstens können die einzelnen Faktoren miteinander verbunden sein und die inländischen Variablen über zahlreiche Kanäle beeinflussen. Zweitens

hängen die Auswirkungen globaler Faktoren auf die Verbraucherpreise im Eurogebiet davon ab, inwieweit Hersteller und/oder Einzelhändler wegen veränderter Kosten ihre Margen anpassen, was wiederum von den nationalen und internationalen Marktbedingungen bestimmt wird.

Zur Beurteilung der Relevanz globaler Faktoren für die Entwicklung der Gesamtinflation könnten zunächst die einzelnen HVPI-Komponenten herangezogen werden.

Bestimmte Komponenten – allen voran die Energiepreise – reagieren empfindlicher auf globale Entwicklungen als etwa die Dienstleistungspreise, die stärker auf binnenwirtschaftliche Faktoren ansprechen.

Der Rückgang der Gesamtinflation im Euroraum und in der OECD-Ländergruppe von Ende 2011 bis Anfang 2016 war größtenteils den gesunkenen Energiepreisen geschuldet.

Auch der jüngste Inflationsanstieg war in erster Linie energiepreisbedingt.

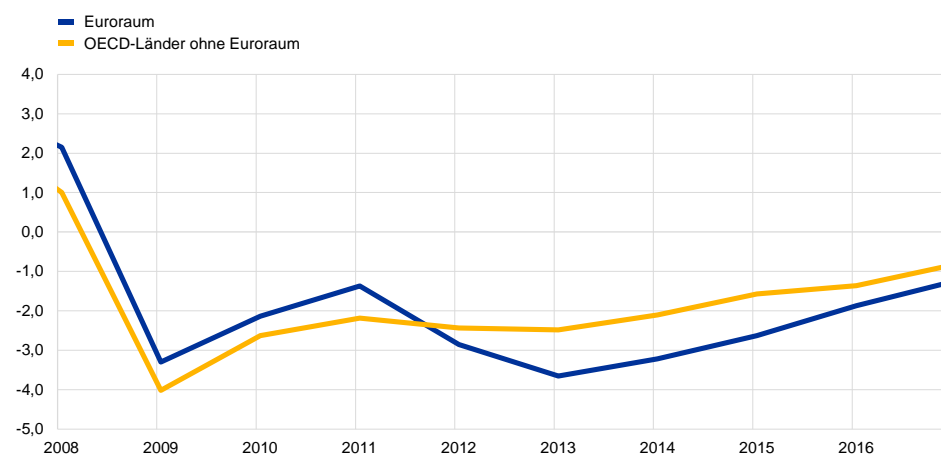
Ein markanter Unterschied zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den übrigen OECD-Ländern besteht im Allgemeinen darin, dass die Disinflation und das anhaltend niedrige Inflationsniveau im Euroraum seit 2013 in weitaus höherem und beständigerem Maße von der niedrigen HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel bestimmt werden.

Dies lässt vermuten, dass binnenwirtschaftliche Kräfte im Eurogebiet stärker ins Gewicht fallen und dazu beitragen, dass die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von der Entwicklung in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften abweicht. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel bewegt sich im Euroraum seit Mitte 2013 konstant in einer Spanne von 0,6 % bis 1,1 %. Aus Abbildung 10 geht hervor, dass

die Produktionslücken der OECD-Länder (ohne Euroraum) und des Eurogebiets bis 2012 den Schätzungen der OECD zufolge sehr eng beieinander lagen, sich anschließend jedoch voneinander entfernten, da sich die Produktionslücke im Eurogebiet stärker im negativen Bereich bewegte als in den übrigen OECD-Ländern. Die unterschiedliche Entwicklung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum und in den anderen Industrieländern hängt also überwiegend mit der binnenwirtschaftlichen Schwäche des Euro-Währungsgebiets seit 2012 zusammen.

Abbildung 10
Produktionslücke im Euroraum und in der OECD-Ländergruppe

(in Prozentpunkten des Produktionspotenzials)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2016.

Ein möglicher Ansatz zur Unterscheidung zwischen binnenwirtschaftlichen und globalen Bestimmungsfaktoren besteht in der Identifizierung struktureller Schocks und der Quantifizierung ihrer relativen Beiträge zur

Inflationsdynamik. Hierzu wird eine modellbasierte Analyse in Anlehnung an Bobeica und Jarociński²¹ vorgenommen, deren Methode für die vorliegende Untersuchung repliziert und aktualisiert wurde. Abbildung 11 zeigt die hierbei ermittelten Beiträge binnenwirtschaftlicher und globaler Schocks zur Abweichung der Gesamtinflation im Euroraum von einem modellbasierten Mittelwert. Während globale Schocks fast immer ins Gewicht fielen, kamen binnenwirtschaftliche Schocks vor allem während der Phase sinkender Teuerungsraten in den Jahren 2012 bis 2014 zum Tragen und bestimmten auch in jüngerer Zeit verstärkt die

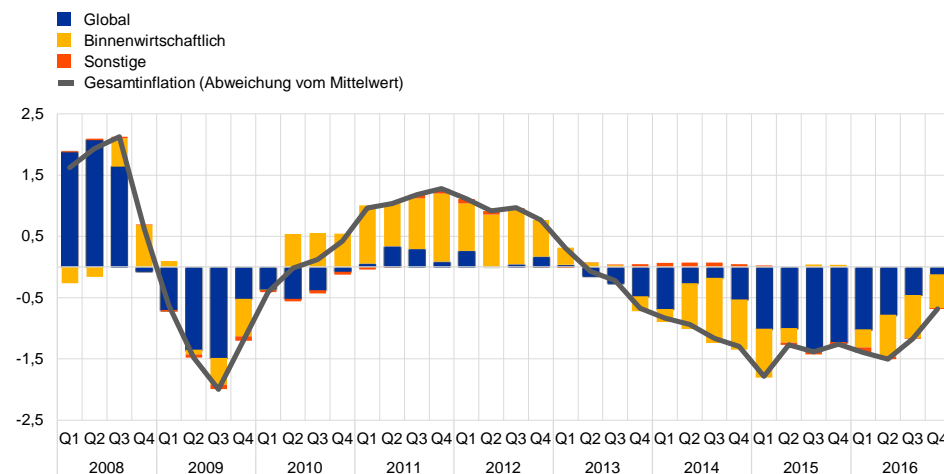
²¹ Die in diesem Abschnitt vorgestellte Analyse basiert weitgehend auf dem Modell von Bobeica und Jarociński; siehe E. Bobeica und M. Jarociński, Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't, Working Paper Series der EZB, Nr. 2000, 2017. Das empirische Modell umfasst sieben Variablen. Anhand einer Kombination aus Null- und Vorzeichenrestriktionen werden sieben Schocks identifiziert und gekennzeichnet. Bei den Variablen handelt es sich um den Ölpreis, das reale BIP der übrigen Welt (bzw. den jeweiligen Anteil des nationalen am weltweiten realen BIP), das reale BIP, die Verbraucherpreise, den kurzfristigen Zinssatz, den Renditeabstand zehnjähriger Anleihen und den nominalen effektiven Wechselkurs. Die beiden erstgenannten Variablen gelten als globale Schocks (Ölangebots- bzw. globaler Nachfrageschock), die übrigen als binnenwirtschaftliche Schocks. Die Identifizierung von Schocks unterliegt einer zeitlichen Restriktion: Während bei globalen Schocks ein sofortiger Einfluss auf alle Variablen unterstellt wird, wird bei binnenwirtschaftlichen Schocks eine zeitlich verzögerte Auswirkung auf die globalen Variablen angenommen.

Inflationsentwicklung. Weltweite Schocks waren insbesondere von Anfang 2008 bis Mitte 2009 (vorwiegend globaler Nachfrageschock) und sowie von 2015 bis Anfang 2016 (vorwiegend Ölangebotsschock) die Hauptantriebskräfte der Gesamtinflation. Auf sie entfielen rund 60 % bzw. 75 % der gesamten Abweichung. Folglich überwiegen globale Schocks vor allem dann, wenn es sich um große Schocks mit Auswirkungen auf die gesamte Weltwirtschaft handelt.

Somit zeigt die Zerlegung der Triebkräfte der Inflation im Euro-Währungsgebiet, dass der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb sowohl von globalen als auch von internen Schocks maßgeblich beeinflusst wurde, wobei sich die relative Bedeutung dieser Schocks im Zeitverlauf ganz erheblich verändern kann. Aus der empirischen Untersuchung geht hervor, dass die Inflationsentwicklung im Euroraum seit Ausbruch der Krise sowohl von globalen als auch von binnenwirtschaftlichen Faktoren bestimmt wurde. Allerdings sind für die relative Bedeutung dieser Einflussgrößen nicht so sehr strukturelle Faktoren wie die Globalisierung als vielmehr periodisch auftretende globale Schocks ausschlaggebend, die sich oftmals in ausgeprägten Rohstoffpreisschwankungen manifestieren. Im folgenden Abschnitt wird untersucht, inwiefern sich die „traditionelle“ Phillips-Kurve zur Erklärung der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum eignet und ob sich ihre Aussagekraft durch Berücksichtigung von Messgrößen der Unterauslastung in der übrigen Welt verbessern lässt.

Abbildung 11
Historische Zerlegung der Gesamtinflation – binnenwirtschaftliche und globale Schocks

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Abweichung vom Mittelwert; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von [Bobeica und Jarociński](#).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Beitrag unterschiedlicher Arten von Schocks (in Prozentpunkten) zur Entwicklung der Gesamtinflation im Euroraum. Als globale Schocks gelten Ölangebotsschocks und globale Nachfrageschocks; zu den binnenwirtschaftlichen Schocks zählen Schocks in Bezug auf die Binnennachfrage, das Binnenangebot, den kurzfristigen Zinssatz und die Anleihspreeds. Ein negativer Beitrag bedeutet, dass der betreffende Schock inflationssenkend wirkte, während ein positiver Beitrag eine inflationstreibende Wirkung des Schocks impliziert. Die Beiträge werden anhand eines bayesianischen vektorautoregressiven (BVAR-)Modells mit sieben Variablen und sieben Schocks (darunter zwei globale und vier binnenwirtschaftliche) geschätzt. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich bei [Bobeica und Jarociński](#).

Kasten 1

Der Einfluss Chinas auf die Inflationsdynamik in den Industrieländern

Angesichts der in den letzten Jahren in China zu beobachtenden konjunkturellen Abschwächung, Überkapazitäten und Verringerung des erzeugerseitigen Preisdrucks ist die Frage nach der Bedeutung Chinas für die globale Inflationsentwicklung zunehmend in den Fokus gerückt. Der vorliegende Kasten untersucht anhand einer modellbasierten Analyse die Auswirkungen der Entwicklung in China auf die Inflationsdynamik in Industrieländern.

Die Integration Chinas in die Weltwirtschaft dürfte die Inflationsdynamik in anderen Volkswirtschaften über verschiedene Kanäle beeinflusst haben. Dabei kamen angebots- und nachfrageseitige Kanäle meist auf unterschiedliche Art zum Tragen. Auf der Angebotsseite trug der Markteintritt von kostengünstiger produzierenden Unternehmen, die sich eines großen und relativ billigen Arbeitskräfteangebots bedienen konnten, unmittelbar zu einer Senkung der globalen Input- und Importpreise bei.²² Zudem könnte der gestiegene Wettbewerbsdruck aus China die Inflation in anderen Ländern gedämpft haben, indem er sowohl die Marktmacht der dort heimischen Unternehmen als auch die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer schmälerte.²³ Andererseits könnte eine stärkere Nachfrage aus China aber auch eine preistreibende Wirkung in anderen Ländern entfaltet haben. Außerdem ging die Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit in China mit einem höheren Konsum von Rohstoffen und einem entsprechenden Preisanstieg in diesem Segment einher. Wie sich diese verschiedenen Kanäle letztlich insgesamt auf die Inflation in anderen Volkswirtschaften ausgewirkt haben, lässt sich nicht eindeutig bestimmen und könnte sich auch im Laufe der Zeit verändert haben.

Der Einfluss Chinas auf die Weltwirtschaft hat nach drei Jahrzehnten rapider Expansion spürbar zugenommen, wenngleich sich das Wachstum in den letzten Jahren abgeschwächt hat. In der ersten Dekade des neuen Jahrhunderts schnellte die Produktionsleistung des Landes mit einem jahresdurchschnittlichen BIP-Zuwachs von mehr als 10 % in die Höhe. Außerdem hat sich China als Haupttriebfeder des globalen Rohstoffkonsums erwiesen: Im Jahr 2015 entfielen rund 50 % des weltweiten Kupfer- und Aluminiumabsatzes, 60 % des Eisenkonsums und 12 % der globalen Ölnachfrage auf China. Seit 2011 hat sich das Expansionstempo in China verlangsamt. So hat sich das BIP-Wachstum von mehr als 10 % im Jahr 2011 auf unter 7 % im Jahr 2016 verringert, wenngleich der Anteil Chinas am weltweiten BIP nach wie vor zunimmt. Auch die chinesischen Erzeugerpreise sind deutlich gefallen, und zwar von September 2011 bis Februar 2016 um kumuliert 22 % (siehe Abbildung A). Zum nachlassenden Preisdruck trugen auch Kapazitätsüberschüsse bei, die insbesondere in Sektoren mit handelbaren Gütern wie z. B. Stahl, Aluminium, Zement und Schiffbau zu beobachten waren. Im vergangenen Jahr haben sich die Erzeugerpreise allerdings wieder erholt, weil sich die Rohstoffnachfrage dank eines neuen Aufwinds am Immobilienmarkt belebte und die Behörden Maßnahmen zum Abbau des in einigen Sektoren vorhandenen Kapazitätsüberhangs ergriffen.

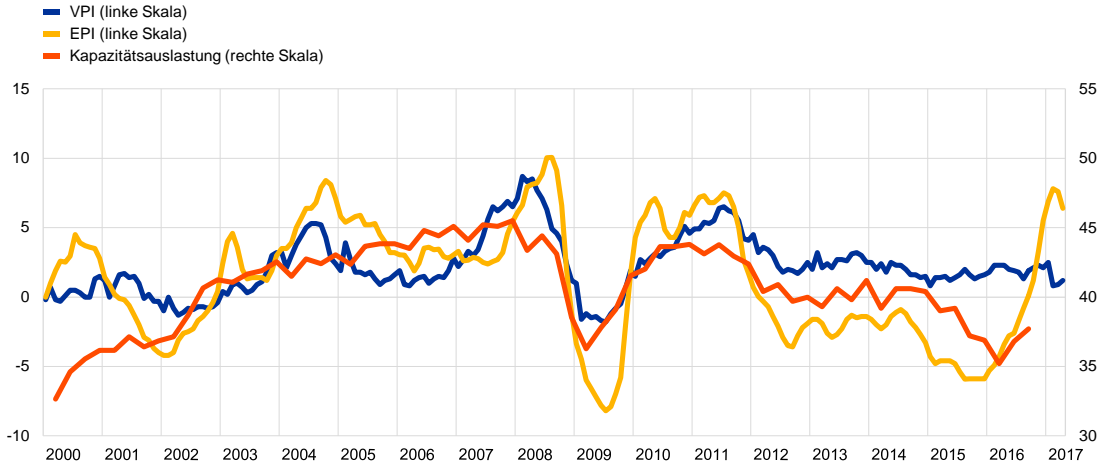
²² Siehe EZB, Die Ausweitung des Handels mit Niedrigkostenländern und ihre Folgen für die Importpreise im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht August 2006.

²³ Zu den Auswirkungen auf das Eurogebiet siehe G. Pula und F. Skudelny, Globalisation and euro area prices and labour markets: some evidence on the impact of low-cost countries, in: R. Anderton und G. Kenny (Hrsg.), Macroeconomic Performance in a Globalising Economy, Cambridge University Press, 2011.

Abbildung A

Verbraucherpreisinflation, Erzeugerpreisinflation und Kapazitätsauslastung in China

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: in % der Produktionskapazitäten)



Quellen: Chinesisches Statistikamt und People's Bank of China.

Anmerkung: Die Kapazitätsauslastung wird anhand eines Diffusionsindex auf Basis des 5000 Industrial Enterprises Survey ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017 (Verbraucherpreisinflation (VPI) und Erzeugerpreisinflation (EPI)) bzw. das dritte Quartal 2016 (Kapazitätsauslastung).

Die Auswirkungen der chinesischen Wirtschaftsentwicklung auf die Inflation in anderen Ländern lassen sich unter anderem mithilfe eines kleinskaligen strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) untersuchen. Die Schätzung erfolgt in zwei Schritten. Zunächst wird ein BVAR-Modell mit Vorzeichenrestriktionen herangezogen, um Angebots- und Nachfrageschocks, die in China entspringen, von Rohstoffangebotsschocks sowie anderen globalen Nachfrageschocks (die nicht mit konjunkturellen Schwankungen in China zusammenhängen) zu unterscheiden.²⁴ In einem zweiten Schritt wird dann – ebenfalls anhand

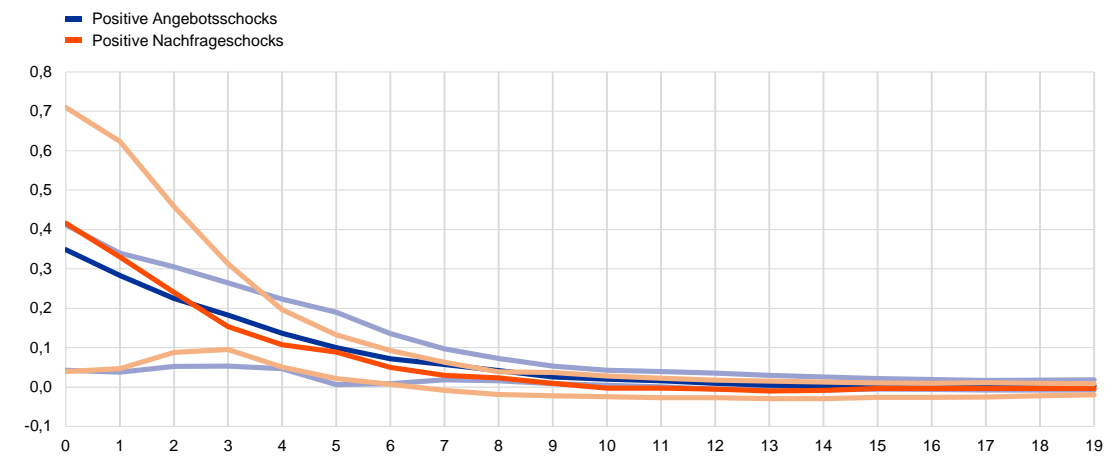
²⁴ Das im ersten Schritt verwendete BVAR-Modell umfasst das chinesische BIP, die chinesische Erzeugerpreisinflation, den IWF-Rohstoffpreisindex und zwei relative Variablen, die den Anteil Chinas am globalen BIP und die chinesische Inflation im Verhältnis zur OECD-Gesamtinflation bemessen. Im Hinblick auf die Vorzeichenrestriktionen wird in Anlehnung an Eickmeier und Kühnlenz anhand des chinesischen Anteils am weltweiten BIP zwischen globalen und chinaspezifischen Nachfrageschocks unterschieden. Dies erfolgt unter der Annahme, dass sich von China ausgehende Schocks stärker im chinesischen BIP niederschlagen als in allen anderen Ländern. Dementsprechend wird davon ausgegangen, dass positive chinesische Nachfrageschocks das BIP und die Inflation im Land ankurbeln und den Anteil Chinas am weltweiten BIP (gemessen am zugrunde liegenden Trend) erhöhen. Ein positiver weltweiter Nachfrageschock würde indessen die Rohstoffpreise, das chinesische BIP und die Inflation in China steigen lassen, den Anteil Chinas am weltweiten BIP jedoch gemessen am Trendwachstum verringern. Zur Unterscheidung zwischen Rohstoffangebots- und chinaspezifischen Angebotschocks wird unterstellt, dass die Inflation in China weniger stark auf Rohstoffangebotsschocks reagiert als die OECD-Inflation; diese Annahme trägt der Regulierung zahlreicher Rohstoffpreise an den chinesischen Inlandsmärkten Rechnung. Dementsprechend wird davon ausgegangen, dass ein Rohstoffangebotsschock die Rohstoffpreise erhöht und die chinesische Inflation steigen lässt (allerdings weniger stark als die OECD-Inflation), während ein Angebotschock in China das chinesische BIP und den Anteil Chinas an der Weltproduktion erhöht und die Inflation in China sinken lässt. Siehe S. Eickmeier und M. Kühnlenz, China's Role in Global Inflation Dynamics, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 7, 2013.

kleinskaliger BVAR-Modelle – der Effekt dieser Schocks auf die Inflation in den Industrieländern nachgezeichnet.²⁵

Abbildung B

Reaktion der VPI-Inflation in Industrieländern auf Schocks mit Ursprung in China

(Abweichung der Jahreswachstumsraten nach Schocks in China im Umfang von 1 % des BIP-Wachstums)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die fett gedruckten Linien zeigen den Median der Reaktionen der VPI-Inflation in einer Stichprobe von Industrieländern auf strukturelle Schocks, die ihren Ursprung in China haben. Die helleren Linien stellen die Interquartilsspanne der Reaktionen der VPI-Inflation in der Stichprobe der betrachteten Industrieländer dar.

Die Ergebnisse der Modellanalyse legen nahe, dass sich Konjunkturschocks in China auf die VPI-Inflation in Industrieländern auswirken können. Die Impulsantworten aus dem Modell deuten darauf hin, dass ein Nachfrageanstieg in China den Preisdruck in fortgeschrittenen Volkswirtschaften tendenziell erhöht (siehe Abbildung B). Ein Nachfrageschock, der das chinesische BIP um 1 Prozentpunkt steigert, würde die Teuerung in Industrieländern nach einem Jahr im Schnitt um rund 0,1 Prozentpunkte erhöhen; eine Zunahme der chinesischen Angebotskapazität hätte einen vergleichbaren Effekt. Ein größeres Angebotspotenzial würde zwar tendenziell einen Abwärtsdruck auf die chinesischen Inlandspreise ausüben – was wiederum über niedrigere Einfuhrpreise auf die anderen Volkswirtschaften durchwirken würde –, doch der konjunkturelle Impuls würde zugleich den Rohstoffpreisauftrieb verstärken. Diese Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die direkten Auswirkungen der Niedrigkostenproduktion auf die Importpreise durch den Einfluss einer dynamischeren Rohstoffpreisentwicklung mehr als aufgewogen werden.²⁶

²⁵ Hierzu werden anhand von Quartalsdaten, die bis 1999 zurückreichen, separate BVARs für Australien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, die Niederlande, Schweden, die Schweiz, Spanien, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten geschätzt. Die Modelle umfassen jeweils das BIP, die VPI-Inflation, den nominalen effektiven Wechselkurs und den kurzfristigen Zinssatz des betreffenden Landes sowie die im ersten BVAR-Modell ermittelten gemeinsamen strukturellen Schocks, die als exogen unterstellt werden. Die Annahme der Exogenität dürfte bei den kleinen Ländern angemessen sein, ist jedoch bei den größeren Volkswirtschaften mit gewissen Vorbehalten zu sehen.

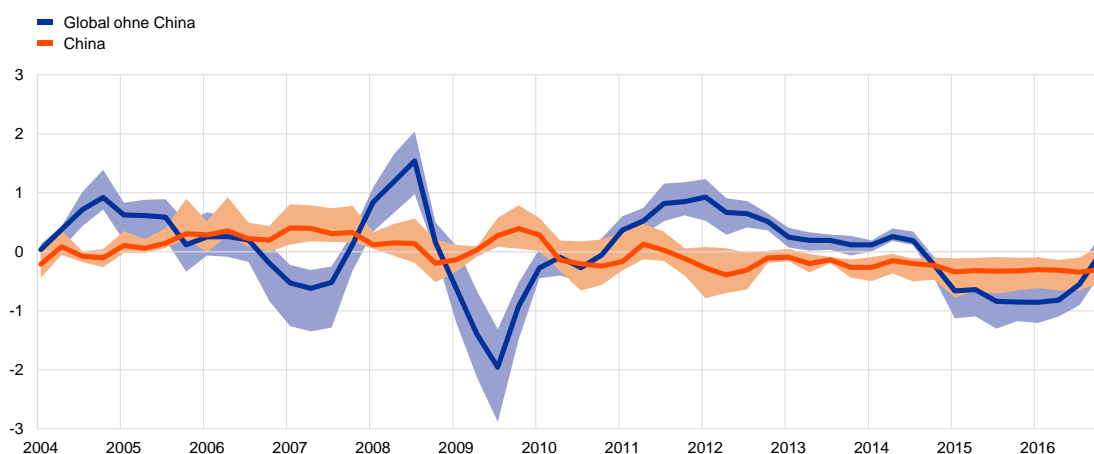
²⁶ Eickmeier und Kühnlenz präsentieren gegensätzliche Ergebnisse, nämlich dass ein chinesischer Angebotsschock die VPI-Inflation in anderen Ländern tendenziell dämpft (siehe S. Eickmeier und M. Kühnlenz, a. a. O.). Diese unterschiedlichen Resultate könnten teilweise mit Schätzungen des Einflusses konjunktureller Veränderungen in China auf die globalen Rohstoffpreise zusammenhängen. Eine Erörterung der Auswirkungen der chinesischen Wirtschaftsentwicklung auf die Rohstoffpreise findet sich in: IWF, World Economic Outlook, Kapitel 4, Oktober 2016.

Mit zunehmender Abschwächung des Wirtschaftswachstums in China hat sich auch der Einfluss des Landes auf die Teuerung in anderen Volkswirtschaften verändert (siehe Abbildung C). Aus den Modellschätzungen geht hervor, dass die chinesische Wirtschaft in den Jahren sehr kräftigen Wachstums tendenziell einen leichten Aufwärtseffekt auf die Inflationsraten der betrachteten Industrieländer ausübte. So leisteten Schocks mit Ursprung in China von 2004 bis Mitte 2011 im Durchschnitt einen Beitrag von rund 0,1 Prozentpunkten zum jährlichen Preisanstieg in den Industrieländern. Danach kehrte sich der Effekt vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abkühlung in China leicht ins Negative, d. h., in China auftretende Schocks hatten in den Industrieländern einen mäßigen inflationsdämpfenden Einfluss, der sich in den vergangenen vier Jahren im Schnitt auf etwa -0,2 Prozentpunkte belief.

Abbildung C

Geschätzte Beiträge globaler und chinaspezifischer Schocks auf die VPI-Inflation in einer Stichprobe von Industrieländern

(Beiträge zur Abweichung vom Gleichgewichtsniveau in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bandbreiten stellen die Interquartilsspanne der geschätzten Beiträge globaler und chinaspezifischer struktureller Schocks zur VPI-Inflation in einer Stichprobe von Industrieländern dar. Die Stichprobe umfasst Australien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, die Niederlande, Schweden, die Schweiz, Spanien, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Zu den chinaspezifischen Schocks zählen Angebots- und Nachfrageschocks. Bei den globalen Schocks handelt es sich um einen Rohstoffangebots- und einen globalen Nachfrageschock. Zur Identifizierung der Schocks siehe Fußnote 24.

5 Welche Bedeutung haben globale Faktoren im Rahmen von Phillips-Kurven für das Euro-Währungsgebiet?

Die Phillips-Kurve, die allgemein als Darstellung des Zusammenhangs zwischen Teuerung und wirtschaftlicher Unterauslastung gilt, ist ein gängiger Rahmen zur Erklärung und Prognostizierung der Inflationsentwicklung. Die Phillips-Kurve ist als wichtiges Instrument in zahlreichen makroökonomischen Modellen explizit oder implizit verankert. Vor allem in ihren stark vereinfachten Versionen bleibt sie jedoch angesichts der Komplexität des Inflationsprozesses ein recht simples Modell. Weitere Komplikationen ergeben sich aus der mit der angemessenen Modellierung der Phillips-Kurve verbundenen Unsicherheit, sodass die Kurve lediglich als ein Element einer breiter fundierten Inflationsanalyse

angesehen werden sollte. Zum Verständnis der Teuerung kann sie allerdings weiterhin nutzbringend herangezogen werden.

Analysen der Phillips-Kurve konzentrieren sich üblicherweise auf die Frage, welche Rolle die inländische Unterauslastung in Bezug auf die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation spielt. Dadurch, dass der Schwerpunkt auf der zugrunde liegenden Inflation liegt, die beispielsweise anhand der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gemessen wird, kann der Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln (der weitgehend von der globalen Entwicklung geprägt wird) außer Acht gelassen und das Hauptaugenmerk auf die Teuerung bei Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen ohne Energie gerichtet werden, die stärker durch binnenwirtschaftliche Ereignisse bestimmt wird. In einer Benchmark-Spezifikation der Phillips-Kurve für den Euroraum hängt die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel von der Produktionslücke als Messgröße der binnenwirtschaftlichen Unterauslastung ab. Die Produktionslücke soll die Auswirkungen der Unterauslastung auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten wiedergeben: Je geringer die wirtschaftliche Unterauslastung in einer Volkswirtschaft, desto höher ist ceteris paribus der Lohn- und Preisdruck.

Außenwirtschaftliche Faktoren fließen üblicherweise über die Importpreise in die Spezifikationen der Phillips-Kurve ein. Die Importpreise können sich sowohl direkt (über den Preis importierter Konsumgüter) als auch indirekt (über den Preis der für die Produktion im Eurogebiet eingeführten Vorleistungsgüter) auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auswirken.²⁷ In den Einfuhrpreisen schlägt sich auch die Entwicklung an den weltweiten Rohstoffmärkten nieder – beispielsweise die Ölpreisentwicklung, denn der Einfluss höherer Einfuhrpreise für Öl auf die Produktionskosten wirkt indirekt auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel durch.²⁸ Die Wechselkursentwicklung kann den Einfluss der ausländischen Preise auf die Inflation im Euroraum verstärken oder abmildern. Daher sind die Einfuhrpreise – einschließlich der in Euro gerechneten Energieimportpreise – ein wichtiger Faktor, wenn es darum geht, die Auswirkungen der Ölpreis- und Wechselkursentwicklung auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum im Rahmen einer Phillips-Kurve zu erfassen.

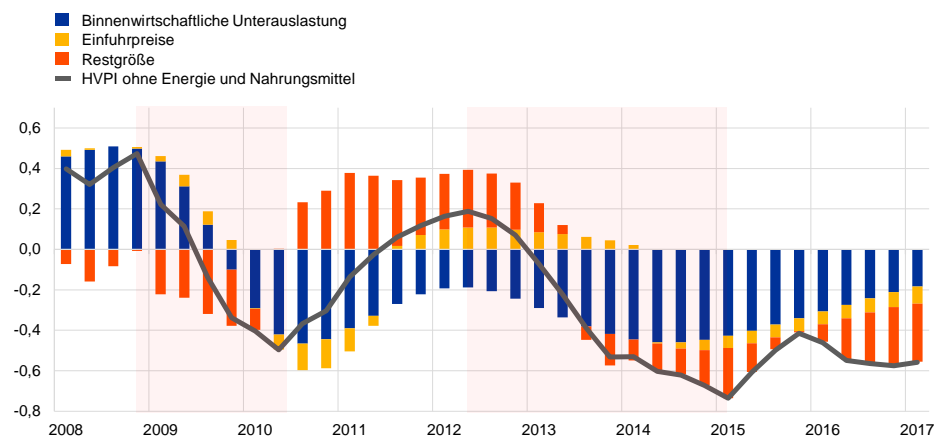
²⁷ Siehe EZB, Transmission von Wechselkursänderungen auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016.

²⁸ Siehe EZB, Indirekte Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht Dezember 2014, und EZB, Rohstoffpreise und ihre Bedeutung für die Bewertung des Wachstums und der Teuerung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2013.

Abbildung 12

Zerlegung der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf Basis eines Phillips-Kurven-Modells

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten; alle Werte als Abweichungen von ihrem modellimpliziten Mittelwert)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die schwarze Linie zeigt die Abweichungen der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel von ihrem modellimpliziten Mittelwert. Die Beiträge (einschließlich Restgrößen) werden ebenfalls als Abweichungen von ihrem modellimpliziten Mittelwert dargestellt. Berechnet werden die Beiträge anhand einer Gleichung, in der eine Regression der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (die annualisierte Quartalswachstumsrate der saisonbereinigten Zeitreihe) auf den eigenen Nachlauf, den Nachlauf der von der Europäischen Kommission berechneten Produktionslücke, die dritte Verzögerung des Importpreisanstiegs und eine Konstante vorgenommen wird. Die schattierten Bereiche markieren zwei Disinflationszeiträume.

Eine traditionelle Phillips-Kurven-Zerlegung der seit der Krise verzeichneten Veränderungen der zugrunde liegenden Inflation verdeutlicht recht gut, wie sich die Teuerung seit 2010 entwickelt hat – und dass der größte Einfluss von der binnenvirtschaftlichen Unterauslastung ausging.

Für den vorliegenden Aufsatz wird die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel unter Verwendung einer einfachen „traditionellen“ Spezifikation der Phillips-Kurve in reduzierter Form abgebildet, wobei folgende erklärende Faktoren einbezogen werden: a) die Produktionslücke als Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung, b) zurückliegende Inflationen, um die Trägheit wiederzugeben, und c) der Anstieg der in Euro gerechneten Importpreise zur Erfassung des Einflusses der globalen Teuerung und des Wechselkurses. Abbildung 12 enthält eine Zerlegung der Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und zeigt den Beitrag der jeweiligen Faktoren zur Abweichung der Inflation von ihrem langfristigen Mittelwert. Es wird deutlich, dass der Inflationsrückgang während beider Disinflationsphasen (2009 bis Anfang 2010 sowie 2012 bis Anfang 2015) zu einem großen Teil durch die Unterauslastung im Inland bedingt war. Auch niedrigere Einfuhrpreise wirkten sich in diesen Zeiträumen in geringem Maße inflationssenkend aus. Die verbleibenden Restgrößen der so aufgegliederten Phillips-Kurve könnten auf eine Reihe unterschiedlicher Faktoren zurückzuführen sein, z. B. auf den möglichen Einfluss einer Fehlmessung der wirtschaftlichen Unterauslastung durch die Produktionslücke, mögliche Auswirkungen globaler Faktoren (über die sich in den Einfuhrpreisen niederschlagenden Einflüsse hinaus) oder den strukturellen Effekt von Reformen auf den Verlauf der Phillips-Kurve.

Gibt es Hinweise darauf, dass sich der Einfluss der Weltkonjunktur auf die Binneninflation im Zuge der Globalisierung auf eine Art verändert hat, die sich nicht durch Berücksichtigung der Importpreise in der Phillips-Kurve erfassen lässt?

Einige der Kanäle, über die sich die globale Unterauslastung auf die inländische Teuerung auswirken kann, lassen sich (zumindest implizit) bereits in traditionellen Phillips-Kurven erfassen. Wie in Abschnitt 2 erörtert, beeinflusst die globale Unterauslastung die Einfuhrpreise, die für gewöhnlich in Schätzungen der Phillips-Kurve einfließen. Messgrößen der binnenwirtschaftlichen Unterauslastung enthalten auch Informationen zu den globalen Gegebenheiten, da sich die weltweite Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen im Außenbeitrag widerspiegelt und die Erwartungen hinsichtlich der Auslandsnachfrage die Anlageentscheidungen relativ stark beeinflussen. Andere Globalisierungskanäle werden indes im Rahmen einer Standard-Phillips-Kurve nicht explizit erfasst. So können insbesondere die gestiegene Bedeutung der Unterauslastung in der übrigen Welt im Hinblick auf handelbare und international substituierbare Güter wie auch der regere Wettbewerb durch Firmen aus Ländern mit niedrigerem Kostenniveau (unter anderem aufgrund deren zunehmender Integration in globale Wertschöpfungsketten) signifikante Bestimmungsgrößen für die Entwicklung der binnenwirtschaftlichen Inflation sein.

Eine Möglichkeit zur Messung der Bedeutung globaler Einflüsse besteht darin, die traditionelle Phillips-Kurve um eine Messgröße der ausländischen Unterauslastung zu ergänzen.

Der einfachste Indikator des globalen Inflationsdrucks ist eine globale Produktionslücke, welche die Differenz zwischen dem weltweiten BIP und dem geschätzten weltwirtschaftlichen Produktionspotenzial beziffert. Wie alle Messgrößen der Produktionslücke ist auch diese Größe mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet, da das Produktionspotenzial eine unbeobachtete Variable ist, die geschätzt werden muss. Die Schätzung von Produktionslücken in Echtzeit ist besonders schwierig, da Schätzungen häufig erheblichen Revisionen unterliegen. Gleiches gilt für globale Produktionslücken, wobei das Problem durch die Frage nach der angemessenen Gewichtung der Produktionslücken der einzelnen Länder noch erschwert wird; üblicherweise erfolgt in diesem Fall eine Gewichtung mit dem jeweiligen nationalen BIP.²⁹

²⁹ Eine Erörterung der Messprobleme und konzeptionellen Fragen in Bezug auf Messgrößen der globalen Produktionslücke findet sich in: M. Tanaka und C. Young, The economics of global output gap measures, Bank of England Quarterly Bulletin, Q3 2008. Während Messgrößen der globalen Produktionslücke einen breiten Überblick über den weltweiten Inflationsdruck liefern können, lässt sich der in einzelnen Ländern herrschende externe Preisdruck möglicherweise besser anhand einer Gewichtung der Produktionslücken in anderen Volkswirtschaften bemessen. Die wirtschaftliche Unterauslastung in anderen Volkswirtschaften kann entweder durch den Importkanal oder über Wettbewerbseffekte an Exportmärkten auf die heimische Inflation einwirken. Durch Gewichtung der Produktionslücken anderer Volkswirtschaften nach dem Anteil der einzelnen bilateralen Handelsbeziehungen am Gesamthandel ließen sich also die Einflüsse, die für das jeweilige Land am relevantesten sind, besser erfassen. Anhand einer Doppelgewichtungsmethode, wie sie bei der Berechnung von Messgrößen der effektiven Wechselkurse zum Einsatz kommt, lassen sich auch Gewichte erstellen, die sowohl den direkten bilateralen Handel als auch den Wettbewerb auf Drittmärkten erfassen. Siehe M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro, Revisiting the effective exchange rates of the euro, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 134, Juni 2012. Von Borio und Filardo wird alternativ die Verwendung wechselkursgewichteter globaler Produktionslücken vorgeschlagen, die die Rolle des Wechselkurssystems beim Inflationsexport betonen können.

Aktuelle empirische Studien konzentrieren sich auf die zunehmende Integration globaler Wertschöpfungsketten als wichtigen Transmissionskanal der Auswirkungen der globalen Unterauslastung auf die inländische Inflation.

Auer, Borio und Filardo führen an, dass die unterschiedliche Anfälligkeit der binnenwirtschaftlichen Teuerung für die Unterauslastung im In- und Ausland durch die Integration in globale Wertschöpfungsketten erklärt werden kann.³⁰

Allerdings finden sich in der Literatur nur begrenzt Belege, die dafür sprechen, eine Messgröße der ausländischen Unterauslastung in die traditionellen Phillips-Kurven-Analysen aufzunehmen.

Einerseits kommen Borio und Filardo zu dem Schluss, dass Näherungsgrößen der weltweiten wirtschaftlichen Unterauslastung die traditionellen Benchmark-Phillips-Kurven-Modelle in Industrieländern wesentlich aussagekräftiger machen und dass sich die Bedeutung globaler Faktoren im Zeitverlauf erhöht hat. Eine Untersuchung von Milani bestätigt zudem die Relevanz der globalen Produktionslücke in den Vereinigten Staaten in der Zeit nach 1985. Demgegenüber liefern andere Studien (Calza³¹, Gerlach et al.³², Ihrig et al.³³, Martínez-García und Wynne³⁴ sowie Eickmeier and Pijnenburg³⁵) gegenläufige Evidenz, die nahelegt, dass die Ergebnisse von Borio und Filardo wahrscheinlich spezifisch für die der Schätzung zugrunde liegende Stichprobe oder die besondere Messung der globalen Produktion sind. Einer jüngeren Untersuchung von Mikolajun und Lodge³⁶ zufolge sind in den meisten Industrieländern keine nennenswerten direkten Auswirkungen der globalen wirtschaftlichen Unterauslastung auf die Binneninflation erkennbar. In den Ergebnissen dieser Studie finden sich kaum Belege für umfangreiche direkte Effekte der globalen Unterauslastung auf die inländische Inflation; die Autoren kommen insgesamt zu dem Schluss, dass es wenig Grund gibt, globale Faktoren in traditionelle Phillips-Kurven aufzunehmen. Diese Untersuchung beschränkt sich allerdings auf Phillips-Kurven in reduzierter Form und univariate Inflationsprognosemodelle. Es ist jedoch denkbar, dass die globale Unterauslastung die Inflation über weniger direkte Kanäle beeinflusst, die in der Studie von Mikolajun und Lodge nicht berücksichtigt werden können. Bianchi und Civelli untersuchen solche weniger direkten Beziehungen im Rahmen eines vektorautoregressiven Modells. Sie schätzen für 18 Länder die zeitvariable Beziehung zwischen Inflation und in- und ausländischen Produktionslücken und kommen zu dem Schluss, dass die globale Unterauslastung

³⁰ Einzelheiten hierzu finden sich in der Erörterung in Abschnitt 2. Siehe auch EZB, Auswirkungen der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten auf die Leistungsbilanz aus globaler Sicht, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

³¹ Siehe A. Calza, Globalisation, Domestic Inflation and Global Output Gaps: Evidence from the Euro Area, Working Paper der Federal Reserve Bank of Dallas, Nr. 13, 2008.

³² Siehe S. Gerlach, A. Giovannini, C. Tille und J. Viñals, Low Inflation: Testing Times for Central Banks, 10th Geneva Report on the World Economy, 2008.

³³ Siehe J. Ihrig, S. Kamin, D. Lindner und J. Marquez, Some simple tests of the globalization and inflation hypotheses, International Finance, Bd. 13, Ausgabe 3, 2010, S. 343-375.

³⁴ Siehe E. Martínez-García und M. Wynne, The Global Slack Hypothesis, Staff Papers der Federal Reserve Bank of Dallas, Nr. 10, 2010.

³⁵ Siehe S. Eickmeier und K. Pijnenburg, The Global Dimension of Inflation – Evidence from Factor-Augmented Phillips Curves, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 75, Ausgabe 1, 2013, S. 103-122.

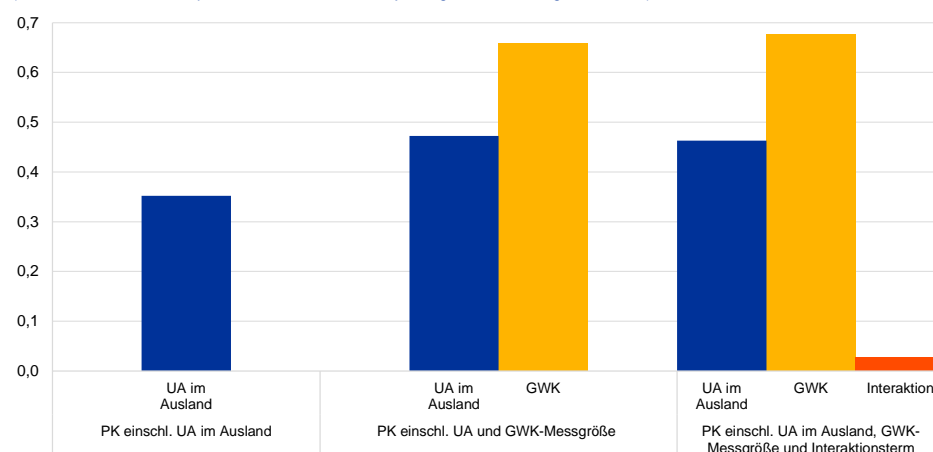
³⁶ Siehe I. Mikolajun und D. Lodge, Advanced economy inflation: the role of global factors, Working Paper Series der EZB, Nr. 1948, 2016.

eine signifikante Rolle spielt. Im Gegensatz zu den Ergebnissen von Borio und Filardo, auf deren Untersuchung die Arbeit von Bianchi und Civelli beruht, finden Letztere keine Belege dafür, dass sich der relative Einfluss globaler Produktionslücken im Zeitverlauf verstärkt hat.

Abbildung 13

Signifikanz der Unterauslastung in der übrigen Welt und Messgrößen der Integration in globale Wertschöpfungsketten in Spezifikationen der Phillips-Kurve für den Euroraum

(Anteil der untersuchten Spezifikationen, in denen die jeweiligen Variablen signifikant sind)



Anmerkung: EZB-Berechnungen. Technische Hinweise finden sich in Kasten 2. Die Analysen umfassen bis zu 108 unterschiedliche Spezifikationen der Phillips-Kurve. „PK“ steht für Phillips-Kurve, „GWK“ steht für globale Wertschöpfungskette und „UA“ steht für Unterauslastung. Die Ergebnisse basieren auf gängigen Signifikanztests (unter Anwendung eines Signifikanzniveaus von 10 %) ohne Varianzkorrektur zur Berücksichtigung der Tatsache, dass Hilfsregressionen zum Einsatz kamen (weitere Einzelheiten finden sich in Kasten 2). Die Ergebnisse sollten daher als Obergrenze für den Anteil der Spezifikationen interpretiert werden, in denen die ausländische Unterauslastung und Variablen für globale Wertschöpfungsketten signifikant sind.

Analysen anhand von Schätzungen einer Vielzahl verschiedener Spezifikationen (sog. Thick-modelling-Ansätze) liefern bestenfalls uneinheitliche Belege dafür, dass traditionelle Phillips-Kurven für das Eurogebiet um Messgrößen der Unterauslastung in der übrigen Welt und der Integration in globale Wertschöpfungsketten ergänzt werden sollten. Durch einen Thick-modelling-Ansatz, der ein breites Spektrum von bis zu 108 unterschiedlichen Spezifikationen der Phillips-Kurve umfasst und drei verschiedene Messgrößen der binnenwirtschaftlichen Unterauslastung, drei Maße der Unterauslastung in der übrigen Welt (kombiniert mit sechs unterschiedlichen Gewichtungsschemata) und zwei Messgrößen der Integration in globale Wertschöpfungsketten (mit und ohne Interaktionsterme) kombiniert, kann der Unsicherheit Rechnung getragen werden, die hinsichtlich der korrekten Spezifikation der Phillips-Kurve und der darin verwendeten Variablen besteht (Einzelheiten zu diesem Ansatz finden sich in Kasten 2). Diese Vielzahl alternativer Spezifikationen wurde für eine Stichprobe über den Zeitraum von 2000 bis 2016³⁷ geschätzt.³⁸ Aus

³⁷ Messgrößen globaler Wertschöpfungsketten aus der World Input-Output Database liegen erst ab dem Jahr 2000 vor.

³⁸ 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, 2015, S. 575-605.

Abbildung 13 geht hervor, dass sich die Unterauslastung in der übrigen Welt in rund einem Drittel der Phillips-Kurven-Spezifikationen, die eine Messgröße der globalen Unterauslastung enthalten, als statistisch signifikant erweist. Bei den Spezifikationen, die Messgrößen der globalen Wertschöpfungsketten und der ausländischen Unterauslastung berücksichtigen, erweisen sich diese beiden Faktoren in rund 50 % bis 60 % der Fälle als signifikant. Die Messgröße der globalen Wertschöpfungsketten erfasst einen abwärtsgerichteten Trend, der in einigen Spezifikationen dann signifikant ist, wenn er zusätzlich zu einer gewichteten Messgröße der Unterauslastung im Ausland enthalten ist. Bei den Spezifikationen, die eine Interaktion der Messgröße der globalen Wertschöpfungsketten mit der globalen Unterauslastung unterstellen, ist Erstere allerdings fast nie signifikant, was darauf hindeutet, dass die Integration in globale Wertschöpfungsketten die Bedeutung der ausländischen Unterauslastung nicht verstärkt.

Kasten 2

Ergänzung der traditionellen Phillips-Kurve um Messgrößen der globalen Unterauslastung

Die Bedeutung der Unterauslastung in der übrigen Welt für die inländische Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel lässt sich anhand einer um eine Messgröße der ausländischen Unterauslastung ergänzten traditionellen Phillips-Kurve bestimmen.

Eine derartige Phillips-Kurve hätte folgende Formel:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \text{gapd}_{t-1} + \beta_3 \text{imp}_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 \text{gapf}_{t-1} + c + e_t \quad 1)$$

Dabei stellt π_t die annualisierte Quartalsrate der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dar, π_t^e den entsprechenden Erwartungsindikator, gapd_{t-1} eine Messgröße der inländischen Unterauslastung (mit einer Verzögerung), imp_{t-2} die Einfuhrpreise (mit zwei Verzögerungen), gapf_{t-1} eine Messgröße der ausländischen Unterauslastung (ohne Euroraum und mit einer Verzögerung) und c eine Konstante. Um der Unsicherheit Rechnung zu tragen, mit der die Spezifikation der Phillips-Kurve und vor allem die Messung der Unterauslastung behaftet sind, wird ein Thick-modelling-Ansatz mit einer Vielzahl an Spezifikationen herangezogen. Dabei werden für jedes Land drei unterschiedliche Messgrößen der inländischen Unterauslastung (die Produktionslücke, das Wachstum des realen BIP und die Arbeitslosenquote) mit drei unterschiedlichen Messgrößen der Unterauslastung im Ausland kombiniert (die von IWF und OECD berechnete Produktionslücke sowie eine mit einem Hodrick-Prescott-Filter ermittelte Messgröße der Produktionslücke), die wiederum jeweils mit sechs unterschiedlichen Gewichtungsschemata kombiniert werden.³⁹ Daneben werden zwei verschiedene Messgrößen der Integration in globale Wertschöpfungsketten berücksichtigt.⁴⁰ Insgesamt werden 108 unterschiedliche Spezifikationen der Phillips-Kurve untersucht.

³⁹ Einzelheiten zu diesem Modellansatz, der für die vorliegende Untersuchung angepasst wurde, um der Datenverfügbarkeit Rechnung zu tragen, finden sich bei Ciccarelli und Osbat, Low inflation in the euro area: Causes and consequences, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 181, Januar 2017.

⁴⁰ Importierte Vorleistungen, ausländische Wertschöpfung (AW), indirekte Wertschöpfung (IW) und eine Messgröße der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten werden als AW + IW ermittelt.

Das Maß der Unterauslastung im Ausland $gapf_t^j$ wird für jedes Land j als gewichteter Durchschnitt von k Produktionslücken berechnet, d. h.

$$gapf_t^j = \sum^k w_t^{j,k} * gapd_t^k \quad 2)$$

wobei $w_t^{j,k}$ entweder der Anteil des bilateralen Handelsstroms des Landes j mit dem jeweiligen Land k an den gesamten Handelsströmen von Land j oder der Anteil von Land k an der globalen Gesamtproduktion ist.

Um den Verzerrungen Rechnung zu tragen, die durch die Korrelation zwischen den Inflationserwartungen und der zurückliegenden Inflation sowie zwischen der Unterauslastung im Inland und im Ausland bestehen, werden Hilfsregressionen verwendet.

Allerdings kann die Bedeutung der Unterauslastung in der übrigen Welt davon abhängen, inwieweit ein Land in die globalen Wertschöpfungsketten integriert ist. Dies entspricht im Wesentlichen der Erkenntnis von Auer, Borio und Filardo, wonach die relative Bedeutung der ausländischen Unterauslastung zum Großteil von der Integration in globale Wertschöpfungsketten abhängt. Es erscheint daher angemessen, oben stehende Gleichung 1 um einen Indikator der Integration in globale Wertschöpfungsketten zu ergänzen. Um den möglichen Einfluss der Integration in globale Wertschöpfungsketten vollständig zu erfassen, wird außerdem deren Interaktion mit der ausländischen Unterauslastung untersucht.⁴¹ Der Einfluss der Unterauslastung in der übrigen Welt kann tatsächlich vom Ausmaß der Integration in globale Wertschöpfungsketten abhängen (d. h., je stärker ein Land in globale Wertschöpfungsketten integriert ist, desto stärker könnte der Effekt der ausländischen Unterauslastung sein). Daher werden die beiden folgenden Schätzgleichungen erstellt, wobei in Gleichung 3 ein Indikator der Integration in globale Wertschöpfungsketten und in Gleichung 4 zusätzlich ein Interaktionsterm mit der in der übrigen Welt herrschenden Unterauslastung enthalten ist:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + c + e_t \quad 3)$$

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + \beta_7 gapf_{t-1} * GVC_{t-1} + c + e_t \quad 4)$$

⁴¹ Zu beachten ist zudem, dass für die Interaktionsterme mittelwertbereinigte Regressoren verwendet werden, sodass beispielsweise die Koeffizienten als Einfluss der globalen Wertschöpfungsketten bei durchschnittlicher ausländischer Unterauslastung interpretiert werden können.

6 Schlussbemerkungen

Gestützt auf die Evidenz in den verfügbaren Daten, Modellen und Fachpublikationen trägt der vorliegende Aufsatz zu einem besseren Verständnis der relativen Bedeutung binnenwirtschaftlicher und globaler Faktoren für die Inflationsentwicklung im Euroraum bei. Daraus lassen sich mehrere Schlussfolgerungen ziehen.

1. Seit Anfang der 1990er-Jahre hat sich weltweit ein gemeinsames Muster hinsichtlich der Inflationsentwicklung herausgebildet. Diese Gemeinsamkeit lässt sich jedoch zum großen Teil durch eine veränderte geldpolitische Ausrichtung und die Rohstoffpreisentwicklung am Weltmarkt erklären.
2. Die Bedeutung globaler Faktoren für die inländische Teuerung variiert im Zeitverlauf stark, vor allem aufgrund der Rohstoffpreisentwicklung. Im Fall des Eurogebiets beispielsweise war der von 2008 bis 2009 verzeichnete Inflationsrückgang vornehmlich durch globale Faktoren bedingt, wohingegen für die Disinflationsphase in den Jahren 2012 bis 2015 eher binnenwirtschaftliche Faktoren maßgeblich waren. Dies macht deutlich, wie wichtig es ist, bei der Festlegung angemessener politischer Reaktionen die Bestimmungsfaktoren der Inflation umfassend zu analysieren.
3. Es wird davon ausgegangen, dass die weltwirtschaftliche Entwicklung den inländischen Lohn- und Preisdruck über die Integration der Arbeits- und Gütermärkte und einen gesteigerten Wettbewerb an diesen Märkten zunehmend beeinflusst. Diese Theorie hat durchaus ihren Reiz, lässt sich aber nur schwer empirisch stützen. So finden sich zum Beispiel nur begrenzt Belege, die dafür sprechen, dass bei Untersuchungen der Inflationsentwicklung im Euroraum anhand von Phillips-Kurven auch Messgrößen der globalen Unterauslastung und der Integration in globale Wertschöpfungsketten mit einbezogen werden sollten.

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
- . Daten noch nicht verfügbar
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20 ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ³⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	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	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 Q2	0,8	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	0,5	0,2	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
Q4	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 Q1	.	0,3	0,2	0,5	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2016 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.	-	-	-	-	-	-	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
März	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
April	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
Mai ⁴⁾	-	-	-	-	-	-	1,4

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 den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4) Der Wert für den Euroraum 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	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	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	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,2
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,1	1,2	0,9
2016 Q2	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	0,2	0,3	0,1
Q3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,0	0,9	1,1
Q4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,7	-1,1	3,6
2017 Q1	53,2	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,8	2,5	1,3	3,4
2016 Dez.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,7	-1,1	3,6
2017 Jan.	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	2,9	0,5	4,5
Febr.	52,7	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,0	1,2	4,1
März	53,1	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,0	51,5	2,5	1,3	3,4
April	52,9	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	52,9	51,5	.	.	.
Mai	53,0	53,6	54,4	53,4	51,5	56,8	52,5	53,2	51,2	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum 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 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
März	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
April	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{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 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
März	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
April	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
Mai	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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	Grundstoffe 3	Verbrauchsnahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 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 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
März	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2
April	373,9	3 491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2 359,3	18 736,4
Mai	387,1	3 601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2 395,3	19 726,8

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Effektiver Zinssatz ³⁾	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung							
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren			Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Mai	0,10	0,56	0,53	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,84	2,02	2,05	2,11	2,36	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	1,96	2,01	2,32	1,96
Juli	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92
Aug.	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	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	0,75	6,43	16,78	5,16	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	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017 Jan.	0,07	0,48	0,42	0,75	6,35	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81
Febr.	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
März	0,06	0,48	0,40	0,73	6,35	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
April ³⁾	0,06	0,47	0,40	0,72	6,31	16,67	4,81	5,58	5,97	2,36	1,72	1,90	1,91	1,85	2,26	1,87

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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 Mai	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	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	1,90
Juli	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
Sept.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	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	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	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.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79
Febr.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76
März	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
April ³⁾	0,06	0,10	0,42	2,55	2,55	2,70	2,36	1,80	1,80	1,71	1,34	1,51	1,63	1,82

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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 Euroraum 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	1 321	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34	
2016	1 247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33	
2016 Okt.	1 296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37	
Nov.	1 310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26	
Dez.	1 247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25	
2017 Jan.	1 278	536	136	.	74	469	63	392	187	39	.	39	88	41	
Febr.	1 310	549	148	.	80	466	66	325	157	37	.	31	72	29	
März	1 331	546	147	.	84	480	74	360	157	37	.	43	90	33	
Langfristig															
2014	15 135	4 054	3 163	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10	
2015	15 239	3 784	3 281	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9	
2016	15 256	3 647	3 191	.	1 134	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8	
2016 Okt.	15 213	3 674	3 165	.	1 105	6 628	641	239	56	61	.	22	92	8	
Nov.	15 275	3 668	3 172	.	1 130	6 664	641	216	43	64	.	26	76	7	
Dez.	15 256	3 647	3 191	.	1 134	6 643	641	163	45	77	.	13	25	2	
2017 Jan.	15 313	3 651	3 200	.	1 136	6 687	638	312	101	80	.	15	107	9	
Febr.	15 337	3 673	3 200	.	1 139	6 685	640	236	77	47	.	12	89	12	
März	15 364	3 654	3 186	.	1 147	6 735	643	251	63	61	.	21	97	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	16 456,0	4 597,8	3 293,5	.	1 048,8	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	782,2	4 584,6
2015	16 512,8	4 301,1	3 432,9	.	1 116,6	6 960,1	702,1	6 744,7	586,1	907,6	5 251,0
2016	16 502,8	4 166,1	3 330,1	.	1 195,1	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 020,0	5 470,4
2016 Okt.	16 508,9	4 203,6	3 309,9	.	1 176,2	7 111,9	707,3	6 665,7	479,2	909,6	5 277,0
Nov.	16 584,4	4 203,5	3 324,1	.	1 200,1	7 150,4	706,1	6 651,0	482,3	954,6	5 214,1
Dez.	16 502,8	4 166,1	3 330,1	.	1 195,1	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 020,0	5 470,4
2017 Jan.	16 590,4	4 187,0	3 336,8	.	1 210,1	7 155,9	700,5	7 015,2	542,3	1 018,4	5 454,5
Febr.	16 646,8	4 222,1	3 348,1	.	1 219,5	7 150,9	706,3	7 199,0	539,0	1 026,6	5 633,4
März	16 695,6	4 200,1	3 333,2	.	1 230,2	7 215,0	716,9	7 506,9	609,8	1 056,6	5 840,4
Wachstumsraten											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,1	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Okt.	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,4	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7
Nov.	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5
Dez.	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Jan.	0,8	-2,0	-1,0	.	9,0	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
Febr.	1,3	-1,6	1,4	.	9,9	1,6	0,8	0,7	4,1	1,1	0,3
März	1,4	-1,3	2,1	.	9,4	1,6	0,8	0,9	5,8	0,7	0,5

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	97,9	97,0	91,9	98,3	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0
2016 Q2	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	110,8	90,4
Q3	95,2	90,5	91,8	86,0	81,5	90,6	110,6	90,1
Q4	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	110,0	89,6
2017 Q1	94,2	89,7	90,3	-	-	-	109,2	88,7
2016 Dez.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Jan.	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Febr.	93,9	89,5	90,0	-	-	-	108,8	88,5
März	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
April	94,1	89,6	90,1	-	-	-	108,8	88,3
Mai	96,0	91,2	91,9	-	-	-	111,1	89,9
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2017 Mai	2,0	1,8	2,0	-	-	-	2,1	1,9
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2017 Mai	1,0	0,8	0,1	-	-	-	0,0	-0,9

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 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
2017 Q1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 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
März	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
April	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
Mai	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2017 Mai	3,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,6	4,9	-0,9	0,9	0,5	1,2	1,7	3,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2017 Mai	3,1	-0,9	-1,7	0,0	-1,5	0,7	-4,6	10,0	1,2	4,5	-1,4	-2,2

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – 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)												
2016 Q1	22 214,0	23 223,8	-1 009,7	9 717,4	8 038,3	7 112,1	9 946,3	-29,2	4 738,4	5 239,2	675,3	13 420,1
Q2	22 791,7	23 620,8	-829,1	9 872,6	8 256,7	7 429,5	9 945,9	-62,1	4 829,9	5 418,2	721,8	13 576,8
Q3	23 035,1	23 792,8	-757,6	9 842,9	8 116,4	7 691,7	10 130,7	-62,5	4 836,0	5 545,7	727,0	13 576,9
Q4	23 577,7	24 207,2	-629,5	10 237,5	8 397,5	7 885,1	10 285,6	-55,1	4 802,6	5 524,1	707,7	13 558,8
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2016 Q4	219,4	225,3	-5,9	95,3	78,1	73,4	95,7	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
Transaktionen												
2016 Q2	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
Q3	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
Q4	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2017 Q1	570,8	528,5	42,3	225,3	203,6	150,4	33,4	7,6	189,9	291,4	-2,5	-
2016 Okt.	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
Nov.	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
Dez.	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017 Jan.	375,8	374,4	1,4	107,4	98,1	43,7	31,1	2,3	227,5	245,2	-5,1	-
Febr.	191,8	193,8	-2,0	95,1	94,9	54,3	-19,2	4,9	35,4	118,2	2,0	-
März	3,1	-39,7	42,9	22,8	10,6	52,4	21,6	0,4	-73,0	-72,0	0,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2017 März	1 127,4	781,8	345,5	427,3	290,5	413,3	-93,7	1,0	273,8	585,0	12,0	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2017 März	10,4	7,2	3,2	3,9	2,7	3,8	-0,9	0,0	2,5	5,4	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- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2014	10 143,5	9 783,8	5 633,2	2 125,7	1 991,5	1 000,4	600,0	383,1	33,5	359,7	4 534,3	4 174,6
2015	10 473,8	10 002,8	5 748,2	2 163,7	2 070,0	1 019,2	633,3	408,4	20,9	471,0	4 827,9	4 356,9
2016	10 745,4	10 272,3	5 887,3	2 218,1	2 163,5	1 055,4	660,9	439,7	3,4	473,1	4 902,6	4 429,5
2016 Q2	2 672,6	2 551,6	1 465,1	553,0	534,7	260,3	163,6	109,2	-1,2	121,0	1 213,5	1 092,5
Q3	2 689,3	2 568,0	1 473,2	555,5	536,3	264,6	165,4	104,1	3,1	121,2	1 223,9	1 102,6
Q4	2 715,2	2 614,1	1 488,3	558,4	559,2	267,4	166,9	122,2	8,2	101,1	1 258,8	1 157,6
2017 Q1	2 729,6	2 639,3	1 501,8	562,6	567,3	.	.	.	7,6	90,3	1 288,7	1 198,4
In % des BIP												
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q2	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,2	1,6
Q3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,3
Q4	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,7	3,8
2017 Q1	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	.	.	.	-	-	1,2	1,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 Q2	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	1,9	5,2	6,2	-	-	2,7	4,2
Q3	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,8	3,2
Q4	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,7
2017 Q1	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	.	.	.	-	-	4,6	7,1
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-
Q3	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
Q4	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-
2017 Q1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	.	.	.	0,1	0,0	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 Q2	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-
Q3	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
Q4	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-
2017 Q1	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	.	.	.	0,4	-0,8	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2014	9 109,0	150,3	1 780,3	460,9	1 713,7	417,9	460,9	1 045,5	980,7	1 777,5	321,3	1 034,5
2015	9 402,4	151,4	1 890,8	468,0	1 765,6	430,6	460,4	1 067,0	1 025,1	1 816,2	327,3	1 071,5
2016	9 637,4	149,2	1 928,2	486,6	1 817,1	445,2	449,4	1 093,6	1 068,5	1 863,5	336,1	1 108,0
2016 Q2	2 396,8	36,7	477,6	121,1	451,7	110,8	112,5	272,4	266,3	464,0	83,7	275,7
Q3	2 411,8	37,2	481,3	121,9	454,3	111,7	112,2	274,0	267,8	467,2	84,1	277,5
Q4	2 434,2	38,6	487,1	122,9	459,9	112,5	111,3	276,6	270,3	470,4	84,6	281,0
2017 Q1	2 446,3	38,8	488,4	124,3	463,1	112,5	111,8	277,9	273,4	471,4	84,9	283,3
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,3	3,5	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2016 Q2	0,3	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	-0,6	0,2	1,3	0,3	0,0	0,4
Q3	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,4	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
Q4	0,5	0,1	0,7	0,2	0,7	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,2	0,9
2017 Q1	0,6	2,1	0,2	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	1,2	0,2	0,3	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2014	1,2	1,5	2,5	-1,2	1,3	3,8	-1,3	0,6	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	0,5	4,1	0,1	1,8	3,0	0,1	0,7	2,8	0,9	0,1	3,2
2016	1,6	-1,6	1,6	1,7	2,3	3,0	-0,2	0,9	3,1	1,2	1,1	2,7
2016 Q2	1,5	-1,3	1,3	1,6	2,2	2,6	-0,7	0,9	3,6	1,0	1,1	2,5
Q3	1,7	-1,9	1,3	2,2	2,2	3,4	-0,2	1,0	3,1	1,3	1,2	2,8
Q4	1,8	-2,5	2,0	1,5	2,5	3,5	-0,4	1,0	2,9	1,5	1,3	2,1
2017 Q1	1,8	1,0	1,7	1,8	2,2	3,5	-0,1	1,3	3,4	1,2	1,1	2,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2016 Q2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	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	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 Q1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
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	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q2	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q3	1,7	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
Q4	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 Q1	1,8	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	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	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
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
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 Q1	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
Q2	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
Q3	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
Q4	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
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	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 Q1	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
Q2	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
Q3	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
Q4	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 Q1	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
Q2	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
Q3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
Q4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

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	18,637	11,6	6,1	15,217	10,4	3,420	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,150	22,3	9,252	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,974	4,3	16,224	10,0	5,0	13,273	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,754	10,4	1,7
2016 Q2	161,849	4,5	16,461	10,2	5,1	13,449	9,1	3,012	21,2	8,552	9,8	7,909	10,6	1,7
Q3	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,162	8,9	2,920	20,6	8,382	9,6	7,700	10,3	1,6
Q4	162,570	4,2	15,746	9,7	4,9	12,880	8,7	2,866	20,3	8,244	9,4	7,502	10,0	1,7
2017 Q1	.	.	15,373	9,5	.	12,656	8,5	2,717	19,3	7,962	9,1	7,411	9,9	1,9
2016 Nov.	-	-	15,795	9,7	-	12,895	8,7	2,899	20,5	8,291	9,5	7,503	10,0	-
Dez.	-	-	15,607	9,6	-	12,769	8,6	2,838	20,1	8,130	9,3	7,477	10,0	-
2017 Jan.	-	-	15,514	9,5	-	12,738	8,6	2,776	19,7	8,047	9,2	7,467	9,9	-
Febr.	-	-	15,331	9,4	-	12,626	8,5	2,705	19,3	7,942	9,1	7,389	9,8	-
März	-	-	15,273	9,4	-	12,604	8,5	2,669	19,0	7,897	9,0	7,376	9,8	-
April	-	-	15,040	9,3	-	12,423	8,4	2,617	18,7	7,729	8,9	7,311	9,7	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,4	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,6	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	3,0	1,8	7,2
2016 Q2	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	-0,8	0,3	-2,4	2,0	0,6	3,0	2,2	8,6
Q3	0,9	1,2	1,6	0,8	1,2	-0,5	3,4	-0,2	1,4	1,3	1,5	2,4	6,4
Q4	2,3	1,8	2,4	1,7	1,3	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,6	1,3	4,1
2017 Q1	1,2	1,1	2,0	1,0	-0,7	1,9	1,7	5,5	2,0	1,0	2,8	0,7	4,8
2016 Nov.	3,4	3,0	3,0	3,4	2,7	6,5	0,8	2,5	3,0	1,7	4,2	2,1	4,5
Dez.	2,7	2,0	3,8	0,5	1,8	7,4	3,5	4,9	1,7	0,8	2,6	0,4	3,4
2017 Jan.	0,4	-0,6	0,7	-1,5	-2,5	7,7	-5,5	3,0	1,6	1,1	1,8	1,4	3,7
Febr.	1,4	1,0	2,0	1,5	-1,8	2,5	5,5	6,4	1,9	1,0	2,7	0,8	4,8
März	1,9	2,6	3,2	2,7	1,9	-4,8	3,6	7,1	2,5	1,1	4,0	-0,1	5,5
April	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5	2,1	3,4	-1,6	4,3
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2016 Nov.	1,7	1,7	1,9	0,4	2,1	1,5	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	2,4
Dez.	-1,0	-0,9	0,1	-2,2	-0,2	-1,5	0,2	3,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	2,2
2017 Jan.	0,2	-0,2	-1,0	1,0	-1,3	2,8	-2,7	-2,9	0,1	0,0	-0,3	0,5	0,8
Febr.	-0,1	0,4	1,2	1,0	-1,2	-4,9	5,5	2,1	0,6	0,3	0,8	-0,4	0,8
März	-0,1	0,4	0,3	0,2	2,0	-3,2	-1,1	0,9	0,2	-0,1	0,8	0,0	-0,5
April	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,6	-0,4	-0,8	0,1

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	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 Q2	104,2	-3,4	81,6	-7,9	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
Q3	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 Q1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 Dez.	107,8	0,0	-	-5,2	-12,1	3,5	13,0	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Jan.	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Febr.	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
März	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
April	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
Mai	109,2	2,8	-	-3,3	-5,7	2,0	13,0	-	57,0	58,3	56,3	56,8

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	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	129,6	2,1	-0,4	0,7
2014	12,6	94,7	0,7	1,8	1,0	2,6	1,0	33,0	4,9	131,0	2,6	6,8	1,4
2015	12,4	94,0	1,8	2,1	2,5	3,3	2,3	34,5	6,6	133,1	3,9	2,8	2,1
2016 Q1	12,4	93,5	2,4	1,9	3,9	1,9	3,1	34,1	6,8	132,1	3,9	4,3	2,1
Q2	12,5	93,5	2,4	2,2	6,6	3,1	3,6	33,9	7,0	133,3	3,7	3,8	2,0
Q3	12,5	93,5	1,6	2,2	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,1	3,4	3,8	1,8
Q4	12,3	93,5	1,2	2,0	5,6	4,4	4,4	33,9	7,4	133,4	3,4	8,1	1,8

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 Unternehmensrechnungslegung entspricht.

4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – 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 Q2	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
Q3	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
Q4	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2017 Q1	940,6	842,4	98,2	555,8	471,9	204,5	179,0	153,0	134,9	27,3	56,6	6,7	6,3
2016 Okt.	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
Nov.	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
Dez.	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017 Jan.	313,2	286,9	26,3	182,8	157,3	67,4	63,6	53,9	43,0	9,1	23,1	2,0	2,2
Febr.	313,8	276,0	37,8	186,3	156,9	69,1	59,0	49,7	45,9	8,7	14,2	2,8	1,6
März	313,6	279,5	34,1	186,7	157,7	68,0	56,5	49,4	46,0	9,5	19,4	1,9	2,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2017 März	3 673,3	3 309,8	363,6	2 142,4	1 777,7	794,3	739,5	628,4	549,0	108,3	243,6	29,9	29,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2017 März	34,0	30,6	3,4	19,8	16,4	7,3	6,8	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	0,3

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 Außenhandel des Euroraums (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 Q2	0,0	-3,4	504,6	231,6	106,1	153,4	425,1	433,5	237,3	72,6	115,9	322,4	41,9
Q3	-0,1	-1,7	508,9	237,2	103,3	154,2	426,3	443,2	244,1	72,3	117,4	327,8	43,8
Q4	2,2	2,3	525,3	244,5	108,4	157,4	439,4	460,0	256,4	74,0	119,1	334,1	50,3
2017 Q1	10,2	12,4	537,1	.	.	.	447,2	479,8	.	.	.	338,6	.
2016 Okt.	-4,5	-2,8	170,3	79,0	34,7	51,5	141,7	150,6	83,0	24,9	39,4	110,5	16,1
Nov.	5,5	5,3	175,8	82,3	35,1	53,2	147,0	153,5	86,1	24,1	39,8	111,8	16,5
Dez.	6,1	4,7	179,2	83,1	38,6	52,7	150,7	155,9	87,3	25,0	39,9	111,8	17,7
2017 Jan.	12,6	17,3	177,3	84,5	34,8	53,2	145,9	161,9	93,0	25,9	39,6	113,8	21,0
Febr.	4,9	6,4	178,7	85,1	35,7	52,6	149,6	159,9	92,3	25,2	39,0	113,1	20,7
März	13,1	13,7	181,1	.	.	.	151,6	158,0	.	.	.	111,7	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q2	2,4	5,1	118,0	114,3	117,7	123,9	117,7	108,2	107,0	107,0	111,4	111,3	99,8
Q3	0,7	1,8	118,2	116,1	113,5	124,0	117,3	109,2	108,1	106,3	111,8	112,2	100,8
Q4	1,4	0,7	120,4	118,1	118,0	124,8	119,8	109,6	108,7	105,9	111,5	112,0	105,2
2017 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 Sept.	2,7	1,2	118,6	117,4	113,7	124,3	118,0	108,7	107,9	104,6	111,5	111,5	97,7
Okt.	-4,8	-2,1	118,1	115,2	113,9	124,3	116,8	109,5	108,0	108,3	111,9	112,5	104,0
Nov.	4,7	4,6	121,0	119,8	115,4	126,0	120,2	110,7	110,8	104,7	111,9	113,0	108,2
Dez.	4,7	-0,3	122,0	119,2	124,9	124,2	122,4	108,6	107,4	104,8	110,8	110,6	103,3
2017 Jan.	8,8	6,4	119,6	119,4	113,3	124,1	117,7	109,9	111,1	107,8	107,3	111,1	113,6
Febr.	0,7	-3,7	120,4	120,6	115,5	122,3	120,7	109,0	110,3	104,8	107,6	111,0	112,9

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
		Insge- samt ohne Energie und Nahrungs- mittel											
Gewichte in % (2017)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	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 Q2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	1,0	0,0	2,0	0,2	-0,1	0,0
Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	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
2017 Q1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 Dez.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,3	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.	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
März	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7
April	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,4	2,0	1,3
Mai ³⁾	101,9	1,4	0,9	.	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- mieten
							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 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
2017 Q1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
2016 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.	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8
März	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8
April	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8
Mai ³⁾	1,5	1,5	1,6	.	0,3	4,6	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Serien für den Euroraum 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 ¹⁾									Energie	Baugewerbe	Preise für Wohnimmobilien ²⁾	Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien ²⁾		
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Zusammen					Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungsmittel
		Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter									
						Zusammen	Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungsmittel							
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	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,4		
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,1	-8,2	0,2	1,6	4,5		
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4		
2016 Q2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,7	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1		
Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,2	-5,9	0,4	3,4	8,8		
Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3		
2017 Q1	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	10,0	.	.	.		
2016 Nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,3	0,2	-0,8	-	-	-		
Dez.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	0,0	3,8	-	-	-		
2017 Jan.	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,2	0,2	10,4	-	-	-		
Febr.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,2	11,4	-	-	-		
März	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,3	8,3	-	-	-		
April	104,5	4,3	3,9	2,5	4,0	0,9	2,3	3,4	0,3	9,1	-	-	-		

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.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 (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
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	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q2	106,5	0,8	0,2	0,0	0,6	0,6	-2,5	-4,2	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
Q3	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
Q4	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 Q1	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2016 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
März	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
April	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	6,8	-2,5	17,8	7,0	-1,7	19,7

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 Euroraums.

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 %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,9	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,0	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,3	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 Q2	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-1,4	47,5	54,4	48,5	49,0
Q3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,5	51,4	54,0	49,6	49,8
Q4	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 Q1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 Dez.	5,4	4,0	4,9	-5,1	3,7	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Jan.	8,3	4,9	6,7	-5,1	9,2	67,0	56,4	54,0	50,9
Febr.	9,0	6,3	6,4	-3,1	13,8	68,3	56,9	55,4	51,1
März	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
April	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
Mai	8,2	3,7	5,4	-0,6	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 Q2	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5
Q3	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5
Q4	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4
2017 Q1	.	.	.	.	.	.	1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (siehe www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2014	104,5	0,7	-1,3	-0,9	1,2	0,5	-0,9	2,2	1,7	1,0	1,6	1,5
2015	104,8	0,3	-0,1	-2,2	0,8	0,8	0,6	0,2	3,6	1,9	1,2	1,8
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,2	0,7	0,4	1,6	4,1	1,1	1,4	1,8
2016 Q1	105,5	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,9	1,1	1,4	4,5	2,1	1,6	2,7
Q2	105,6	0,9	1,5	0,0	-0,6	1,2	0,7	1,8	3,8	0,6	1,6	1,8
Q3	105,8	0,8	2,0	0,3	-0,6	0,7	-0,3	1,8	3,8	0,6	1,4	1,5
Q4	106,1	0,8	3,8	-0,4	0,5	0,6	0,2	1,4	4,3	1,1	1,2	1,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 Q1	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
Q2	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
Q3	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
Q4	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2014	102,0	0,7	1,5	2,9	0,5	0,6	3,1	-0,5	-0,2	0,5	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	1,5	4,0	0,0	0,7	1,8	0,4	-1,0	-0,3	-0,1	-0,8
2016	103,4	0,5	-1,1	1,0	1,6	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 Q1	103,3	0,3	0,4	1,1	1,4	0,4	0,1	0,3	-0,9	-0,5	-0,3	-0,6
Q2	103,2	0,2	-0,5	0,7	1,9	0,1	0,5	-0,8	-0,3	0,7	-0,3	0,0
Q3	103,5	0,5	-1,8	0,8	2,2	0,5	1,4	-0,1	-0,9	0,4	0,2	0,7
Q4	103,8	0,7	-2,6	1,6	1,1	0,9	1,1	-0,2	-0,7	0,4	0,5	1,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 Q1	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
Q2	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
Q3	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
Q4	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2014	104,2	0,7	2,1	2,5	0,2	0,9	3,1	-0,4	0,0	0,4	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,8	0,5	3,5	-0,6	0,9	0,7	0,3	-1,5	-0,3	-0,2	-0,8
2016	105,7	0,6	-1,4	1,0	1,8	0,7	1,0	-0,4	-0,5	0,3	0,4	0,5
2016 Q1	105,3	0,2	-1,0	0,8	1,1	0,4	-0,2	0,1	-0,8	-1,0	0,0	-0,3
Q2	105,1	0,2	-1,4	0,4	1,6	0,1	0,3	-1,5	-1,0	0,2	0,2	0,2
Q3	105,6	0,8	-1,6	0,9	2,4	0,5	1,8	-0,2	-0,4	0,9	0,7	1,4
Q4	106,0	1,0	-2,2	1,5	2,0	1,3	1,7	-0,1	-0,1	0,9	0,5	1,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	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								
Bestände												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	422,2	107,3	651,0	10 320,3
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 829,1
2016	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2016 Q2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 170,0	3 581,0	10 456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11 117,5
Q3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 172,6	3 565,8	10 579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11 247,8
Q4	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017 Q1	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,1	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,2
2016 Nov.	1 075,2	6 069,6	7 144,7	1 350,7	2 171,9	3 522,6	10 667,4	72,5	504,0	99,0	675,6	11 342,9
Dez.	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017 Jan.	1 081,8	6 154,8	7 236,6	1 329,8	2 178,1	3 507,8	10 744,4	75,1	513,2	98,6	686,9	11 431,3
Febr.	1 086,1	6 208,4	7 294,5	1 325,2	2 178,0	3 503,2	10 797,7	66,7	505,9	99,7	672,4	11 470,1
März	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,1	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,2
April ^(p)	1 092,3	6 344,4	7 436,7	1 279,6	2 183,0	3 462,6	10 899,3	73,2	511,5	82,7	667,4	11 566,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	12,9	26,8	372,7
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	51,4	-26,6	-23,1	482,3
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,4
2016 Q2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
Q3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5
Q4	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7
2017 Q1	15,5	188,7	204,2	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016 Nov.	2,8	80,9	83,7	-11,9	-1,3	-13,2	70,5	-2,1	2,0	8,2	8,1	78,6
Dez.	-2,1	46,9	44,7	-28,5	3,8	-24,6	20,1	-2,1	15,5	-2,2	11,2	31,3
2017 Jan.	8,7	41,5	50,2	12,0	2,2	14,2	64,5	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,1
Febr.	4,3	50,1	54,4	-5,2	-0,2	-5,4	49,0	-8,5	-7,3	1,0	-14,8	34,3
März	2,4	97,1	99,5	-18,4	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,5
April ^(p)	3,7	45,8	49,5	-24,9	3,2	-21,7	27,8	-0,2	-18,8	-22,0	-41,0	-13,2
Wachstumsraten												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,3	4,3	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,5	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2016 Q2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1
Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1
Q4	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 Q1	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
2016 Nov.	3,8	9,4	8,5	-5,4	0,6	-1,8	4,9	-15,8	4,5	12,5	2,9	4,7
Dez.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 Jan.	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,5	12,4	7,0	4,8
Febr.	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,4	7,9	7,9	3,5	4,7
März	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
April ^(p)	4,2	10,1	9,2	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,7	8,5	-15,4	1,5	4,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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⁾	Versicherungs- gesellschaften und Pensi- onseinrich- tungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾		
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jah- ren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Mo- naten	Repoge- schäfte				11	12	13
Bestände															
2014	1 863,4	1 366,3	365,1	112,6	19,4	5 555,6	2 749,5	812,1	1 991,1	2,8	847,2	222,2	332,9		
2015	1 950,8	1 503,1	321,8	117,5	8,4	5 748,9	3 059,7	695,1	1 991,7	2,4	949,7	225,8	364,7		
2016	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6		
2016 Q2	2 034,8	1 594,2	314,0	118,2	8,4	5 904,1	3 214,2	688,8	1 998,1	3,0	957,0	210,7	379,9		
Q3	2 069,0	1 622,9	317,7	119,3	9,1	5 977,7	3 301,8	672,0	2 001,3	2,6	953,9	206,2	386,3		
Q4	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6		
2017 Q1	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1		
2016 Nov.	2 086,3	1 654,7	304,8	118,4	8,5	6 029,6	3 371,5	652,6	2 002,9	2,5	959,4	206,3	383,1		
Dez.	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6		
2017 Jan.	2 121,3	1 697,8	299,2	117,3	7,0	6 087,8	3 438,6	636,0	2 010,5	2,7	940,9	194,6	392,9		
Febr.	2 142,8	1 717,2	301,5	117,3	6,8	6 111,8	3 469,5	627,5	2 012,0	2,8	937,0	195,4	391,3		
März	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1		
April ^(p)	2 164,5	1 745,6	294,9	117,2	6,8	6 156,7	3 524,1	611,6	2 017,6	3,4	962,7	199,7	396,7		
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	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3		
2016	129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1		
2016 Q2	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7		
Q3	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2		
Q4	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9		
2017 Q1	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6		
2016 Nov.	24,0	26,8	-3,3	-1,0	1,5	28,6	36,2	-7,4	0,1	-0,3	23,5	-0,4	-10,1		
Dez.	-9,4	1,2	-10,7	0,0	0,1	19,9	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3		
2017 Jan.	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3		
Febr.	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2		
März	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,4	-4,3	-2,5		
April ^(p)	-2,7	4,1	-7,0	-0,2	0,5	18,2	21,8	-8,2	4,0	0,7	-8,0	9,0	7,3		
Wachstumsraten															
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0		
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1		
2016	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7		
2016 Q2	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3		
Q3	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7		
Q4	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7		
2017 Q1	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6		
2016 Nov.	7,1	10,1	-3,8	0,1	-5,3	5,4	11,1	-5,8	0,7	-32,6	0,3	-8,0	3,1		
Dez.	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7		
2017 Jan.	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6		
Febr.	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1		
März	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6		
April ^(p)	7,1	10,6	-6,7	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-5,0	1,4	-7,1	5,2		

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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 Euroraum¹⁾

(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 Euroraum								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 Versicherungsgesellschaften 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	4 316,6	5 200,7	808,1	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	4 290,7	5 307,6	790,1	123,5	1 305,1	782,3	
2016	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3	
2016 Q2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 312,7	5 348,3	801,2	103,9	1 342,5	755,4	
Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,7	12 768,5	10 623,5	10 927,4	4 302,5	5 379,3	832,6	109,1	1 364,5	780,5	
Q4	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3	
2017 Q1	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,8	10 757,7	11 055,7	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2	
2016 Nov.	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 848,3	10 699,2	10 981,6	4 336,1	5 407,4	839,8	115,9	1 378,2	770,8	
Dez.	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3	
2017 Jan.	4 383,3	1 087,3	3 282,3	12 882,2	10 696,5	10 995,8	4 329,3	5 422,9	829,8	114,6	1 399,5	786,2	
Febr.	4 399,6	1 073,3	3 312,5	12 913,4	10 720,0	11 012,1	4 334,6	5 443,9	829,9	111,6	1 400,4	793,0	
März	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,8	10 757,7	11 055,7	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2	
April ^(p)	4 466,6	1 074,1	3 378,2	12 958,4	10 743,0	11 043,1	4 337,0	5 467,8	824,0	114,3	1 426,7	788,6	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2014	73,8	16,4	57,4	-101,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	35,0	
2015	284,9	-21,1	305,7	86,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	3,5	
2016	458,9	-34,9	493,7	316,8	233,4	253,2	78,4	119,8	46,3	-11,1	80,0	3,4	
2016 Q2	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6	
Q3	69,3	-7,3	76,3	112,7	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,3	22,1	
Q4	153,2	-20,3	173,6	80,0	61,7	65,3	19,8	35,3	3,4	3,3	17,6	0,7	
2017 Q1	74,3	-11,0	84,7	148,8	98,9	92,6	29,1	51,6	17,8	0,5	40,9	8,9	
2016 Nov.	45,3	-7,0	52,2	36,0	37,5	20,7	16,0	18,9	1,3	1,3	5,4	-6,9	
Dez.	69,1	-7,8	77,1	1,9	-9,5	15,2	-14,9	9,2	-0,3	-3,5	4,5	7,0	
2017 Jan.	20,0	5,2	14,2	52,1	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6	
Febr.	7,6	-13,0	20,5	23,9	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,5	4,4	
März	46,8	-3,2	50,0	72,8	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,5	-1,1	
April ^(p)	28,1	3,6	24,3	-7,8	-4,7	-3,2	8,2	11,2	-25,6	1,4	-0,4	-2,7	
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	-2,5	-4,4	2,0	0,4	
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5	
2016 Q2	11,7	-2,8	18,1	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9	
Q3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8	
Q4	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5	
2017 Q1	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4	
2016 Nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,4	-6,7	7,3	-1,0	
Dez.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5	
2017 Jan.	10,6	-2,9	15,9	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6	
Febr.	9,9	-3,9	15,2	2,6	2,0	2,3	1,4	2,4	4,4	-11,4	6,4	3,6	
März	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4	
April ^(p)	9,7	-4,2	15,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,4	7,7	4,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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 Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	Bereinigte Kredite ⁴⁾				2	3				4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2014	4 316,6	4 269,9	1 112,3	724,3	2 480,0	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 290,7	4 272,9	1 041,1	761,5	2 488,2	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2016 Q2	4 312,7	4 293,2	1 043,0	777,5	2 492,1	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Q3	4 302,5	4 291,6	1 011,5	787,9	2 503,1	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Q4	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017 Q1	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
2016 Nov.	4 336,1	4 312,1	1 031,9	798,7	2 505,4	5 407,4	5 723,4	614,9	4 038,5	754,0
Dez.	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017 Jan.	4 329,3	4 322,3	1 013,9	799,6	2 515,7	5 422,9	5 743,6	620,8	4 052,2	749,9
Febr.	4 334,6	4 325,3	1 011,3	798,3	2 525,0	5 443,9	5 757,2	623,8	4 072,3	747,8
März	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
April ^(p)	4 337,0	4 343,2	997,8	804,2	2 535,0	5 467,8	5 778,0	629,5	4 096,4	741,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016	78,4	93,5	-18,4	43,2	53,6	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016 Q2	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
Q3	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
Q4	19,8	31,2	-9,8	8,4	21,2	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 Q1	29,1	33,9	8,6	7,0	13,5	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 Nov.	16,0	8,4	5,9	7,6	2,5	18,9	10,8	2,6	15,6	0,7
Dez.	-14,9	9,4	-29,3	-1,8	16,1	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017 Jan.	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
Febr.	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
März	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
April ^(p)	8,2	11,9	-4,1	3,0	9,3	11,2	10,3	2,1	11,6	-2,6
Wachstumsraten										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016 Q2	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Q3	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Q4	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 Q1	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016 Nov.	1,8	2,1	-1,9	6,6	1,9	2,1	1,9	3,7	2,5	-1,2
Dez.	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 Jan.	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
Febr.	1,4	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
März	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
April ^(p)	1,6	2,4	-3,1	4,8	2,6	2,6	2,4	4,6	3,0	-1,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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 Pensionsinrichtungen (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 Euroraum)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 Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	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	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 380,4	220,3	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,9	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,5	1 343,8	263,4	205,9	135,6
2016	318,8	6 916,2	2 054,4	70,6	2 138,7	2 652,5	1 130,8	236,5	205,9	121,6
2016 Q2	319,3	7 006,8	2 094,1	74,6	2 175,8	2 662,3	1 292,4	295,3	238,0	144,0
Q3	310,1	6 961,3	2 068,5	72,4	2 125,4	2 695,0	1 196,7	281,7	209,2	129,1
Q4	318,8	6 916,2	2 054,4	70,6	2 138,7	2 652,5	1 130,8	236,5	205,9	121,6
2017 Q1	303,5	6 881,0	2 033,5	69,2	2 100,3	2 678,0	1 105,1	250,4	182,2	111,8
2016 Nov.	296,6	6 932,4	2 061,7	71,9	2 134,5	2 664,3	1 109,3	293,4	194,7	121,3
Dez.	318,8	6 916,2	2 054,4	70,6	2 138,7	2 652,5	1 130,8	236,5	205,9	121,6
2017 Jan.	302,8	6 865,5	2 037,8	69,8	2 117,1	2 640,9	1 113,6	220,5	176,5	106,3
Febr.	295,2	6 919,8	2 027,9	69,6	2 125,3	2 697,0	1 120,0	252,0	171,3	104,4
März	303,5	6 881,0	2 033,5	69,2	2 100,3	2 678,0	1 105,1	250,4	182,2	111,8
April ^(p)	335,2	6 848,6	2 022,0	69,3	2 083,5	2 673,8	1 063,2	262,4	173,8	103,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8
2015	9,2	-224,8	-106,2	-13,5	-212,8	107,6	-86,6	-18,4	21,4	-4,0
2016	31,0	-150,8	-73,1	-9,1	-121,2	52,7	-279,6	-72,4	12,8	-12,0
2016 Q2	4,2	-12,9	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-63,6	0,3	-9,2	-8,1
Q3	-9,2	-54,1	-25,8	-2,0	-41,2	14,9	-97,5	-14,3	-19,2	-13,7
Q4	6,6	-27,1	-21,5	-2,6	-18,1	15,1	-43,8	-92,3	-0,2	-7,5
2017 Q1	-16,1	-19,4	-14,7	-1,4	-31,2	28,0	-31,7	-9,1	-22,6	-9,1
2016 Nov.	-27,6	-11,5	-12,3	-0,5	-5,5	6,8	-13,2	-28,6	1,7	-12,4
Dez.	21,1	-15,9	-7,9	-1,3	-3,4	-3,3	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017 Jan.	-16,4	-24,2	-10,3	-0,8	-4,9	-8,2	6,6	-55,2	-28,3	-14,6
Febr.	-8,2	12,4	-11,1	-0,2	-5,4	29,1	-34,5	41,5	-5,1	-2,0
März	8,4	-7,6	6,6	-0,4	-20,8	7,1	-3,8	4,6	10,8	7,5
April ^(p)	31,7	-15,5	-10,0	0,1	-5,2	-0,5	-30,0	12,7	-8,4	-8,2
Wachstumsraten										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,7	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2016 Q2	20,1	-2,4	-2,9	-13,3	-7,0	2,8	-	-	3,6	-2,9
Q3	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,3	2,6	-	-	1,5	-8,2
Q4	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Q1	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
2016 Nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,4	-	-	-4,9	-15,6
Dez.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017 Jan.	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,7	-	-	-12,2	-23,8
Febr.	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-3,9	2,6	-	-	-25,7	-25,7
März	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
April ^(p)	5,5	-1,9	-4,4	-9,0	-4,8	2,8	-	-	-21,6	-24,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum 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
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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 Q1	-1,9	.	.	.	.	0,4
Q2	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q3	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q4	-1,5	.	.	.	.	0,7

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 Q1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9
Q2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
Q3	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
Q4	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5

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 des Euroraums	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 Q1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
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	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2016	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,5
2016 Q1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3
Q2	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0
Q3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5
Q4	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	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	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 Q1	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,6	2,7	1,4	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1
Q2	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Q3	14,5	12,7	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2
Q4	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 Nov.	14,5	12,8	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Dez.	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Jan.	14,4	12,7	4,9	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2
Febr.	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
März	14,4	12,7	4,4	1,7	0,4	6,9	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
April	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	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 Euroraums

(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										
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 Q1	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3	
Q2	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3	
Q3	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0	
Q4	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
Verschuldung										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 Q1	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4	
Q2	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5	
Q3	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6	
Q4	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 Q1	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
Q2	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
Q3	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
Q4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Verschuldung										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 Q1	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
Q2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
Q3	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
Q4	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

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 7. Juni 2017. Lediglich für die Daten zum BIP und zu seinen Hauptkomponenten war der Redaktionsschluss am 8. Juni 2017.

ISSN 2363-3417 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-17-004-DE-N (Online-Version)