



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2017



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	2
Überblick	2
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	5
2 Finanzielle Entwicklungen	12
3 Konjunkturentwicklung	18
4 Preise und Kosten	24
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	29
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	37
Kästen	39
1 Bestimmungsfaktoren der Metallpreisentwicklung	39
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 26. Juli bis zum 31. Oktober 2017	44
3 Die dynamische Entwicklung umfragebasierter Indikatoren und ihre Aussagekraft für die Tiefe und Breite des realen BIP-Wachstums	48
4 Welche Erkenntnisse lassen sich aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB bezüglich der Wahrnehmung der Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet ziehen?	54
5 Zur Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung für 2018	58
Aufsätze	63
1 Der Ölmarkt im Zeitalter des Schieferöls	63
2 Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten auf die makroökonomische Analyse des Euro-Währungsgebiets	83
Statistik	109

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 14. Dezember 2017 zu dem Schluss, dass es nach wie vor einer umfangreichen geldpolitischen Akkommodierung bedarf, um eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Die seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung Ende Oktober verfügbaren Informationen, einschließlich der neuen von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, deuten auf ein hohes wirtschaftliches Expansionstempo und erheblich aufgehellte Wachstumsaussichten hin. Nach Einschätzung des EZB-Rats stärken die kräftige Konjunkturdynamik und der beträchtliche Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung das Vertrauen darauf, dass sich die Teuerung dem Inflationsziel annähern wird. Gleichzeitig ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck weiterhin insgesamt gedämpft, und es sind bislang keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend zu erkennen. Der EZB-Rat gelangte deshalb zu dem Schluss, dass es nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedarf, damit sich weiterhin Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaut und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird. Diese anhaltende Unterstützung durch die Geldpolitik erfolgt über den zusätzlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten, den der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung im Oktober beschlossen hatte, den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten, die bevorstehenden Reinvestitionen sowie die Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze.

Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 14. Dezember 2017

Die Konjunktureinschätzung des EZB-Rats spiegelte wider, dass sich der solide Wirtschaftsaufschwung im Euroraum weiterhin über Länder und Sektoren hinweg auf breiter Basis fortsetzt. Das Wachstum des realen BIP wird von einer Zunahme des privaten Verbrauchs und der Investitionen getragen sowie von den Ausfuhren, denen die breit angelegte weltweite Erholung zugutekam. Die neuesten Umfrageergebnisse und aktuellen Daten bestätigen die robuste Wachstumsdynamik. Auch das solide Weltwirtschaftswachstum setzt sich fort, und die konjunkturelle Erholung weist Anzeichen eines zunehmend synchronen Verlaufs auf.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum sind nach wie vor sehr günstig. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet sind seit dem 7. September leicht gesunken. Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich ebenfalls verringert, während die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aus dem Euroraum gestiegen sind. Die Bewertung von Unternehmensanleihen und

Aktien wird indes nach wie vor durch die robusten Konjunkturaussichten begünstigt. An den Devisenmärkten blieb der Wechselkurs des Euro in den letzten Monaten weitgehend unverändert.

Mit Blick auf die Zukunft wird gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2017 das jährliche reale BIP 2017 um 2,4 %, 2018 um 2,3 %, 2019 um 1,9 % und 2020 um 1,7 % steigen. Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 wurde der Ausblick für das BIP-Wachstum deutlich nach oben korrigiert. Der aktuelle Konjunkturaufschwung im Euroraum dürfte weiterhin durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestärkt werden. Darüber hinaus wird das Wachstum der privaten Ausgaben und des privaten Verbrauchs von der geringeren Notwendigkeit eines Schuldenabbaus und der Aufhellung am Arbeitsmarkt getragen. Die verbesserte Ertragslage der Unternehmen und die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor einer Erholung der Unternehmensinvestitionen förderlich, während den Exporteuren des Eurogebiets der positive Einfluss des aktuellen weltwirtschaftlichen Aufschwungs zugutekommt.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im November auf 1,5 % nach 1,4 % im Oktober. Zugleich haben sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in der jüngeren Vergangenheit etwas abgeschwächt, was teilweise durch Sonderfaktoren bedingt war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften die Vorjahrsraten der Gesamtinflation in den kommenden Monaten vor allem aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen zurückgehen, bevor sie im weiteren Verlauf wieder ansteigen. Die zugrunde liegende Inflation dürfte, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der damit verbundenen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und einem schnelleren Lohnwachstum, mittelfristig allmählich zunehmen.

Diese Einschätzung deckt sich auch weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2017, denen zufolge sich die jährliche HVPI-Inflation 2017 auf 1,5 %, 2018 auf 1,4 %, 2019 auf 1,5 % und 2020 auf 1,7 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 wurden die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation nach oben korrigiert, was in erster Linie den höheren Öl- und Nahrungsmittelpreisen geschuldet war.

Laut den aktuellen Projektionen der Experten des Eurosystems wird zudem das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet während des Projektionszeitraums – vornehmlich aufgrund der sich verbessernden Konjunkturlage und sinkender Zinsausgaben – weiter zurückgehen. Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte weitgehend neutral ausfallen. Die rückläufige Entwicklung der – freilich immer noch hohen – öffentlichen Schuldenquote im Eurogebiet wird sich den Projektionen zufolge fortsetzen.

Darüber hinaus hat die monetäre Analyse gezeigt, dass das Geldmengenwachstum im Oktober und im Verlauf des dritten Quartals 2017 robust geblieben ist. Die weit gefasste Geldmenge nahm im Oktober um 5 % zu und setzte damit das seit Mitte 2015 beobachtete kräftige Wachstum fort. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor hat sich ebenfalls weiter erholt. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dürften sich

Schätzungen zufolge im dritten Quartal 2017 erhöht haben, was auf Verbesserungen sowohl bei der Bankkreditvergabe als auch bei der Emission von Schuldverschreibungen zurückzuführen war.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse bestätigte der EZB-Rat die Notwendigkeit einer umfangreichen geldpolitischen Akkommodierung, um eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. Er

beschloss, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und geht weiterhin davon aus, dass diese für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen 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 (Asset Purchase Programme – APP) ab Januar 2018 bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus in einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € 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 EZB-Rat wies zudem erneut darauf hin, 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 APP im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten. Überdies bekräftigte der EZB-Rat, dass das Eurosystem die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen wird.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Das solide Weltwirtschaftswachstum setzt sich vor dem Hintergrund vermehrter Hinweise auf eine zunehmend synchron verlaufende Entwicklung fort. Die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften stehen im Zeichen einer robusten Wachstumsdynamik, die sich im Projektionszeitraum abschwächen dürfte, da der Aufschwung reifer wird. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wird der konjunkturelle Ausblick durch die sich verstärkende Wirtschaftstätigkeit der Rohstoffexporteure gestützt. Die Indikatoren für den Welthandel lassen unterdessen auf eine Erholung im dritten Quartal schließen. Die globale Inflation wird den Erwartungen zufolge langsam steigen, da die Kapazitätsreserven weltweit rückläufig sind.

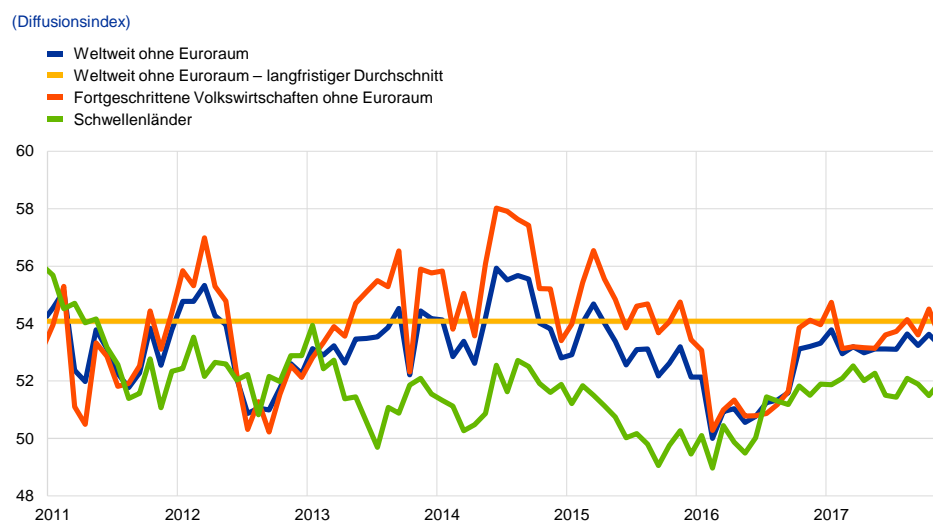
Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Das nachhaltige weltwirtschaftliche Wachstum vollzieht sich auf immer breiterer Basis und erstreckt sich auch auf das zweite Halbjahr 2017. Die konjunkturelle Erholung verläuft den Anzeichen zufolge auf globaler Ebene zunehmend synchron, da der Anteil der Länder, die Wachstumsraten über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre aufweisen, seit dem zweiten Halbjahr 2016 steigt. Was die Industrieländer betrifft, so expandierte die Wirtschaft der Vereinigten Staaten im dritten Jahresviertel in solidem Tempo, und dies ungeachtet der negativen Auswirkungen der jüngsten Wirbelstürme. Das reale BIP legte auch in Japan weiterhin kräftig zu, während die konjunkturelle Entwicklung im Vereinigten Königreich relativ verhalten war. Dies hing unter anderem mit den nachteiligen Auswirkungen zusammen, die die Abwertung des Pfund Sterling auf das Realeinkommen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte hatte; hierdurch wurden die erzielten Wettbewerbsvorteile und die positiven Impulse der im Euroraum zunehmend robusten Wirtschaftsaktivität mehr als ausgewogen. In den Schwellenländern wurde die Konjunktur von der Entwicklung in Indien und China getragen, aber auch von der Erholung in Brasilien und Russland nach deren tiefer Rezession. Den Erwartungen zufolge wird sich die Dynamik in Russland allerdings auf kurze Sicht leicht verringern.

Umfragebasierte Indikatoren und Befragungen zur wirtschaftlichen Einschätzung deuten kurzfristig auf ein nachhaltiges Weltwirtschaftswachstum hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) verharrte im dritten Quartal in etwa auf dem Niveau der beiden vorangegangenen Jahresviertel und hielt sich damit in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts. Dies weist darauf hin, dass sich die stetige Konjunkturbelebung auf globaler Ebene fortsetzen wird (siehe Abbildung 1). Auch die aus Umfragen abgeleiteten Stimmungsindikatoren haben in den letzten Monaten zugelegt.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie



Quellen: Haver Analytics, Markit und EZB-Berechnungen.

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

Die Geldpolitik weist zwar gewisse Unterschiede zwischen den Ländern auf, doch geht von den weltweiten Finanzierungsbedingungen nach wie vor insgesamt eine stützende Wirkung aus.

Die Marktteilnehmer rechnen weiterhin damit, dass die Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten in sehr kleinen Schritten erfolgen wird. Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve beließ den Leitzins auf seiner Sitzung im September zwar unverändert, fasste jedoch den Beschluss, den Abbau der Bilanz des Federal Reserve System einzuleiten. Im Dezember kam es im Einklang mit den Markterwartungen zu einer Zinserhöhung. Im Vereinigten Königreich wurde die Erwartung einer geldpolitischen Straffung durch die Anhebung des Leitzinses bestätigt und nach dem Überschreiten des Inflationsziels sowie durch den anhaltenden Preisauftrieb infolge der jüngsten Abwertung des Pfund Sterling noch weiter genährt. Die Bank von Japan behielt ihren akkommodierenden geldpolitischen Kurs indessen bei. In China verfolgt die People's Bank of China das Ziel, den Verschuldungsgrad im Finanzsystem zu reduzieren, und lässt daher seit Jahresbeginn restriktivere Finanzierungsbedingungen zu, indem sie ihre Zinssätze für Offenermarktgeschäfte erhöhte und die Interbankzinsen nach oben steuerte. Andere Schwellenländer, darunter Indien und einige Rohstoffexporteure, senkten ihre Leitzinsen, da sich der Inflationsdruck verringerte und der Wechselkurs festigte. Die Stimmung an den Finanzmärkten der Industrieländer blieb vor dem Hintergrund von Zugewinnen an den Aktienmärkten und einer weiter verringerten Volatilität insgesamt positiv. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften anbelangt, so gingen die Zinsen in einigen wichtigen Ländern zurück und trugen so zu einer moderaten Lockerung der Finanzierungsbedingungen bei; zudem nahmen die Kapitalströme in diese Länder deutlich zu.

Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass das Wachstum der Weltwirtschaft weitgehend stabil bleibt, wobei die Entwicklung in den einzelnen Ländern und Regionen jedoch sehr unterschiedlich verlaufen dürfte.

Die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften weisen auf ein robustes Wachstum hin, das sich im Projektionszeitraum verlangsamen wird, da der Aufschwung insbesondere in den Vereinigten Staaten und in Japan reifer wird und die Produktionslücken allmählich geschlossen werden. Die konjunkturelle Dynamik im Vereinigten Königreich dürfte indes gedrosselt bleiben. In den Schwellenländern wird der Wirtschaftsausblick von der Erholung in den rohstoffexportierenden Ländern, vor allem in Brasilien und Russland, getragen. Indien und China halten ihr solides Expansionstempo aufrecht, wobei allerdings zu erwarten ist, dass China angesichts des rückläufigen Potenzialwachstums auf einen niedrigeren Wachstumspfad einschwenkt. Die genannten Entwicklungen gleichen einander unter dem Strich weitgehend aus, sodass sich für das globale BIP ein stabiler Wachstumsausblick ergibt.

Das Potenzialwachstum der meisten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich in den letzten Jahren abgeschwächt und dürfte sich unterhalb des Vorkrisenniveaus stabilisieren.

In den Industrieländern hat sich der Beitrag der Investitionsausgaben vermindert, da die Investitionsquoten im Gefolge der Finanzkrise zurückgegangen sind; Grund hierfür waren die infolgedessen gesunkenen Erwartungen bezüglich der Nachfrageaussichten sowie die restriktiveren Finanzierungsbedingungen und die erhöhte Unsicherheit. In den Schwellenländern fielen die Investitionsausgaben ebenfalls geringer aus; dies gilt insbesondere für die Rohstoffexporteure. In mehreren Ländern wurde der Rückgang des Potenzialwachstums zudem durch eine schwächere Unterstützung durch die demografische Entwicklung verschärft.

In den Vereinigten Staaten wird das robuste, von einer soliden Binnen- nachfrage getragene Wirtschaftswachstum den Erwartungen nach anhalten.

Die Erholung wird sich dank eines soliden Anstiegs der Investitions- und Konsumausgaben fortsetzen, da sich die angespannte Arbeitsmarktlage allmählich in höheren Lohnzuwächsen niederschlagen wird und die günstigen Finanzierungsbedingungen dem Wohlstand zugutekommen. Darüber hinaus stützen auch die erhöhte Auslandsnachfrage und die jüngste Abwertung des US-Dollar den Ausblick für die US-Wirtschaft. Die Steuerreform sowie das damit verbundene finanzpolitische Maßnahmenpaket sollten vom kommenden Jahr an gewisse positive Impulse entfalten. Den Annahmen zufolge wird sich das BIP-Wachstum allerdings auf mittlere Sicht sukzessive verlangsamen und auf sein Potenzialniveau zurückkehren.

Im Vereinigten Königreich dürfte das Wachstum des realen BIP aufgrund der hohen Unsicherheit relativ gedämpft bleiben.

Es wird damit gerechnet, dass sich der jüngste Konjunkturabschwung, der von den privaten Konsumausgaben ausging – die privaten Haushalte bekamen die Auswirkungen der steigenden Inflation und der schrumpfenden Reallöhne nun zu spüren –, auch in die kommenden Quartale hineinzieht. Die relativ verhaltenen Wachstumserwartungen sind Ausdruck der anhaltenden Folgen hoher Unsicherheit und der kräftigen Abwertung des Pfund Sterling nach dem Referendum im Vereinigten Königreich über die EU-Mitgliedschaft.

In Japan wird das Wirtschaftswachstum voraussichtlich robust bleiben und dabei von binnen- und außenwirtschaftlichen Faktoren getragen. Zwar dürften die nachlassenden fiskalischen Impulse das Wachstum belasten, doch sollten die sich festigende Auslandsnachfrage, Erträge aus privaten Investitionen in Verbindung mit hohen Unternehmensgewinnen, zunehmendem Arbeitskräftemangel und Kapazitätsengpässen sowie die günstigen Finanzierungsbedingungen die Konjunktur stützen. Die für Oktober 2019 geplante Mehrwertsteuererhöhung dürfte jedoch erwartungsgemäß nach ihrem Inkrafttreten die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen.

Die Konjunktur in China steht nach wie vor im Zeichen eines kräftigen Aufschwungs, der auf einem soliden Konsum und einer noch immer robusten Dynamik am Wohnimmobilienmarkt beruht. Die kurzfristigen Aussichten sind davon geprägt, dass die Behörden ihr Hauptaugenmerk vor dem Hintergrund der laufenden wirtschaftspolitischen Neuausrichtung auf ein stabiles Wachstum legen. Auf mittlere Sicht wird davon ausgegangen, dass nach und nach weitere Struktur-reformen durchgeführt werden, die zu einer geordneten Wachstumsverlangsamung führen.

Die Wirtschaftstätigkeit in den mittel- und osteuropäischen Staaten dürfte sich auf kurze Sicht beschleunigen; Triebfeder hierbei sind eine Erholung der Investitionstätigkeit und der rege private Konsum. Die Binnennachfrage dürfte dank der sich aufhellenden Arbeitsmarktlage und einer stärkeren Absorption von Mitteln aus dem EU-Haushalt der wichtigste Wachstumsmotor bleiben.

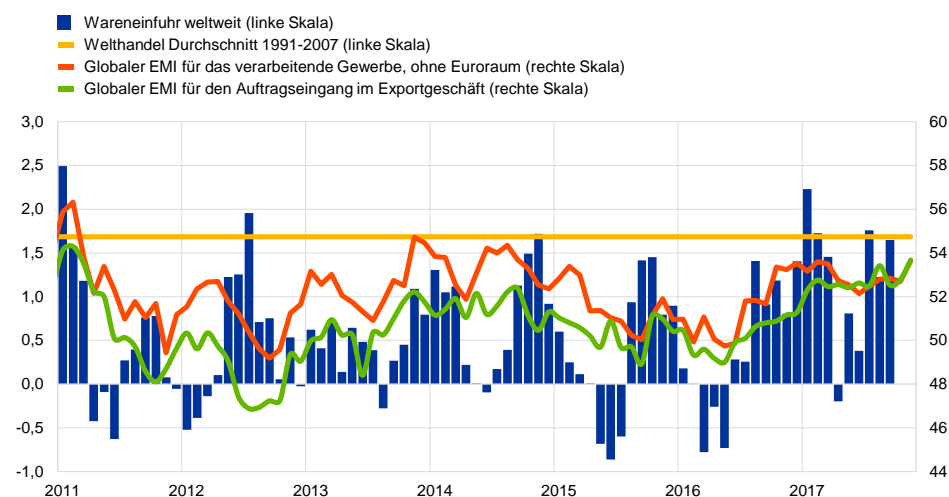
In den großen rohstoffexportierenden Ländern setzt sich die wirtschaftliche Belebung nach der tiefen Rezession fort. Die Vorlaufindikatoren für Russland deuten kurzfristig auf eine leichte Abschwächung der Erholung hin, doch sollte das Wachstum anschließend wieder Fahrt aufnehmen, da es von höheren Ölpreisen, einem stärkeren Rubel und sinkenden Inflationsraten getragen wird. Auf mittlere Sicht dürfte das Wachstum weiterhin nur leicht zulegen, da die problematische Haushaltslage das Geschäftsumfeld belastet und ausbleibende Anlageinvestitionen und Struktur-reformen die russischen Angebotskapazitäten in Mitleidenschaft ziehen. In Brasilien hemmen wiederholt auftretende politische Unsicherheiten zwar stetig die Unternehmensinvestitionen und privaten Konsumausgaben, doch werden eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen zusammen mit der zunehmenden geldpolitischen Akkommodierung und sich verbessernden Terms of Trade der Konjunktur auf mittlere Sicht Auftrieb verleihen.

Das Wachstum des Welthandels fiel im zweiten Quartal 2017 erneut robust aus, und die kurzfristigen Aussichten sind weiterhin positiv. Die Entwicklung der weltweiten Wareneinfuhren lässt auf einen nach wie vor soliden internationalen Handel im dritten Jahresviertel schließen (siehe Abbildung 2). Das Volumen der globalen Warenimporte stieg im September im Dreimonatsvergleich um 1,6 % an, was vor allem einer spürbaren Erholung des Importwachstums in den Schwellen-ländern, und hier hauptsächlich in Asien und Lateinamerika, zu verdanken war. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weisen die Daten für September hingegen negative Werte für die Vereinigten Staaten und Japan aus und bestätigen damit den Rückgang der Einfuhr von Waren und Dienstleistungen, der sich bereits aus den

vorliegenden Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ergeben hatte. Die Frühindikatoren scheinen die robuste Dynamik des Welthandels zu belegen, da der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft zum Start in das Schlussquartal auf einem hohen Stand blieb.

Abbildung 2
Internationaler Warenhandel

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



Quellen: Markt, CPB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2017 (globaler EMI für das verarbeitende Gewerbe), Oktober 2017 (globaler EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft) bzw. September 2017 (Welthandel).

Auf längere Sicht dürfte der Welthandel weiter wachsen. Das Zusammenspiel von positiven Indikatoren und Umfrageergebnissen sowie wiederholt überraschend erfreulichen Daten für den internationalen Handel könnte darauf hindeuten, dass der Welthandel eine stärkere konjunkturelle Dynamik aufweist als zuvor angenommen; dies könnte mit dem Konjunkturaufschwung und der Erholung der Investitionen im Zusammenhang stehen.

Insgesamt dürfte das Weltwirtschaftswachstum über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend stabil bleiben. Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2017 wird sich das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,7 % im laufenden Jahr auf 3,9 % im kommenden Jahr beschleunigen und 2020 allmählich wieder auf 3,7 % fallen. Grund für diese Entwicklung ist eine im Projektionszeitraum erwartete graduelle Abkühlung der Wirtschaft in den Industrieländern, wo der Konjunkturzyklus bereits weiter fortgeschritten ist; dies wird jedoch durch eine höhere Dynamik in den Schwellenländern, vor allem in Lateinamerika, ausgeglichen. Für den Euroraum wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Auslandsnachfrage von 5,5 % im Jahr 2017 auf 4,4 % im Folgejahr, 3,8 % im Jahr 2019 und schließlich 3,5 % im Jahr 2020 zurückgehen wird. Gegenüber den Projektionen vom September 2017 wurde das globale BIP-Wachstum für 2017-2018 nur geringfügig nach oben revidiert. Die Projektionen zur Auslandsnachfrage im Eurogebiet wurden für den gesamten Projektionszeitraum nach oben korrigiert, was auf Datenrevisionen und eine positivere Einschätzung der mittelfristigen Entwicklung zurückzuführen war.

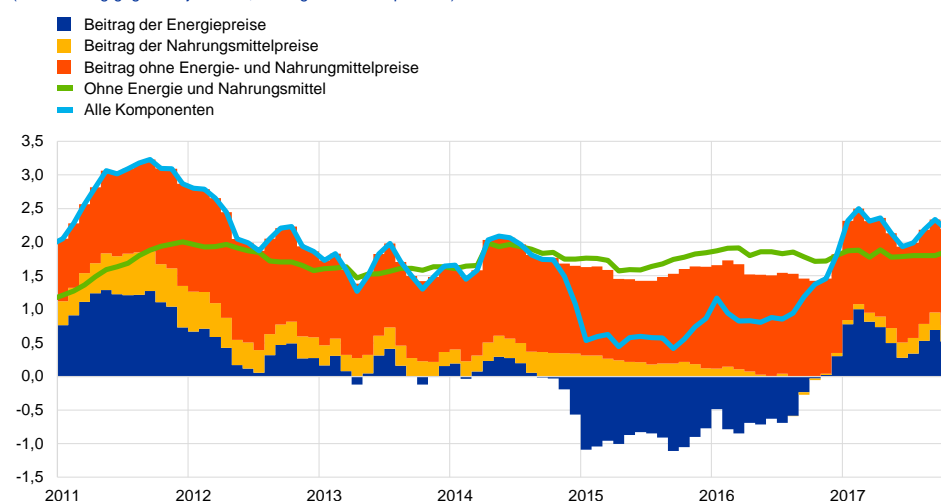
Die Aussichten für die globale Wirtschaftsentwicklung sind auf kurze Sicht mit Aufwärtsrisiken, mittelfristig jedoch nach wie vor überwiegend mit Abwärtsrisiken behaftet. Was die Aufwärtsrisiken betrifft, so besteht die Möglichkeit, dass das verbesserte Wirtschaftsklima zu einer unerwartet raschen Belebung der Konjunktur führt. Wenn sich aus den derzeit im US-Kongress diskutierten finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen stärkere Impulse ergeben als bislang erwartet, stellt dies ebenfalls ein moderates Aufwärtsrisiko für das Wachstum in den Vereinigten Staaten und weltweit dar. Allerdings überwiegen mittelfristig nach wie vor die Abwärtsrisiken. Diese resultieren unter anderem aus einer Zunahme des Handelsprotektionismus, einer plötzlichen Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen, die insbesondere anfällige Schwellenländer in Mitleidenschaft ziehen könnte, Störungen im Zusammenhang mit dem Reform- und Liberalisierungsprozess in China sowie aus politischen und geopolitischen Unsicherheiten, etwa in Bezug auf die Verhandlungen über die künftigen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union.

Internationale Preisentwicklung

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe nahm im Oktober aufgrund langsamer steigender Energiepreise weltweit leicht ab. Nachdem sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern in den vorangegangenen Monaten wegen des höheren Beitrags der Energiepreise beschleunigt hatte, schwächte er sich im Oktober auf 2,2 % ab (siehe Abbildung 3). Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet kletterte die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum jedoch auf 1,9 %, verglichen mit stabilen 1,8 % in den fünf Monaten zuvor.

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 Oktober 2017.

Die Rohölpreise haben sich in den letzten Wochen weiter erhöht. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent stiegen von 50 USD je Barrel Mitte August auf zuletzt mehr als 64 USD je Barrel. Die Preissteigerungen waren auch auf geopolitische Spannungen im Nahen Osten und die jüngste Entwicklung in Venezuela zurückzuführen. Dies verstärkte die Erwartung, dass die Vereinbarung zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Produzenten über eine Drosselung der Fördermengen über März 2018 hinaus verlängert werde. Am 30. November 2017 wurde dann tatsächlich beschlossen, die Vereinbarung bis Ende 2018 aufrechtzuerhalten. Die robuste Ölnachfrage trug ebenfalls dazu bei, die Preise nach oben zu treiben. Die Öl-Terminkontrakte deuten darauf hin, dass die Ölpreise verglichen mit ihrem aktuellen Niveau sinken werden, und zwar auf rund 61 USD je Barrel im Jahr 2018 und etwa 58 USD je Barrel 2019. Demgegenüber waren die Rohstoffpreise ohne Energie in den letzten Wochen leicht rückläufig, wenngleich die Eisenerznotierungen zulegten. In Kasten 1 werden die Bestimmungsfaktoren der Metallpreisentwicklung eingehend untersucht und zu diesem Zweck in Nachfrage- und Angebotseffekte untergliedert.

Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte die globale Inflation langsam ansteigen. Die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve signalisiert zwar einen geringfügigen Rückgang der Ölpreise über den Projektionszeitraum hinweg und damit einen sehr begrenzten Beitrag der Energiekomponente zur Teuerung, doch sollten die weltweit allmählich abnehmenden Kapazitätsreserven die zugrunde liegende Inflation stützen.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet sind seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 7. September leicht gesunken. Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich ebenfalls verringert, während die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum vor dem Hintergrund einer schwächeren Wahrnehmung geopolitischer Risiken gestiegen sind. Die Bewertungen von Unternehmensanleihen und Aktien wurden indes weiterhin von den robusten Konjunkturaussichten begünstigt. An den Devisenmärkten blieb der Wechselkurs des Euro weitgehend unverändert.

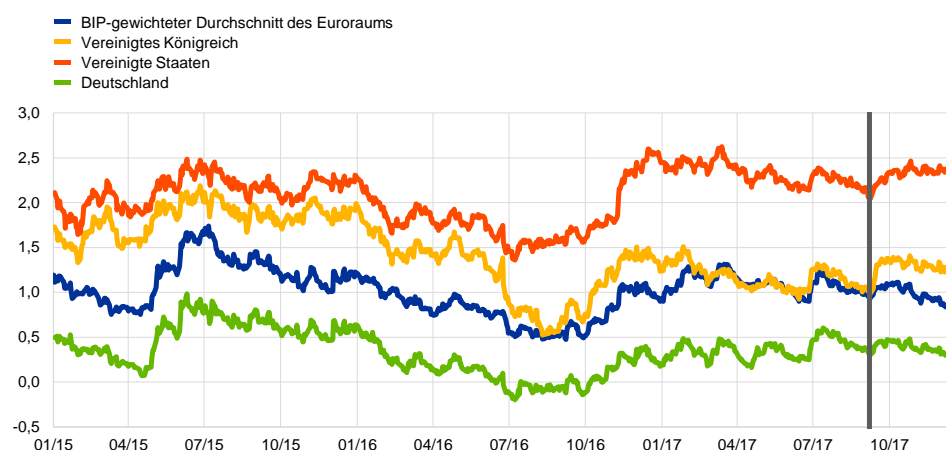
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet sind seit Anfang September leicht gesunken.

Im Berichtszeitraum (7. September bis 13. Dezember 2017) erhöhte sich die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um 2 Basispunkte auf 0,32 % (siehe Abbildung 4). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum gab jedoch – aufgrund idiosynkratischer Rückgänge der Staatsanleiherenditen in einigen Euro-Ländern – um 5 Basispunkte nach und belief sich zuletzt auf 0,88 %. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich stieg die Rendite langfristiger Staatsanleihen um 30 bzw. 24 Basispunkte auf 2,34 % bzw. 1,21 %. Die Entwicklung der Langfristzinsen im Euro-Währungsgebiet war seit Anfang September insgesamt verhalten und hat die Anstiege in anderen Teilen der Welt aufgrund der Markterwartungen in Bezug auf die Geldpolitik im Euroraum nicht nachgezeichnet. In den USA war die Renditesteigerung zum Teil auf die erwarteten Steuerreformen zurückzuführen, während im Vereinigten Königreich die Neubewertung des künftigen geldpolitischen Kurses eine Rolle spielte.

Abbildung 4

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

(in % p. a.)

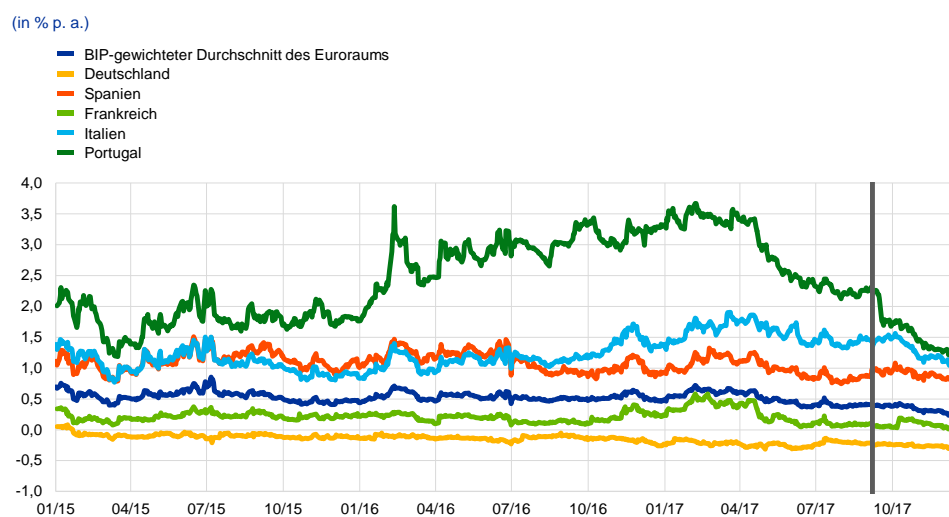


Quellen: Bloomberg und EZB.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (7. September 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. Dezember 2017

Die Renditeabstände von Staatsanleihen gegenüber den risikofreien OIS-Sätzen (für Tagesgeldsatz-Swaps) gingen in einer Reihe von Euro-Ländern zurück. Größenmäßig reichte dieser Rückgang von 3 Basispunkten in Deutschland bis hin zu 20 Basispunkten in Italien und rund 100 Basispunkten in Portugal (siehe Abbildung 5). In Italien und Portugal war die Verkleinerung des Spreads zum Teil einer günstigeren Bonitätsbewertung durch einige große Ratingagenturen sowie der allgemeinen Verbesserung des makroökonomischen Umfelds im Euroraum zu verdanken. Zudem waren die länderspezifischen Schmälerungen der Renditeabstände in Portugal und Italien zu großen Teilen für die Verringerung der BIP-gewichteten Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet verantwortlich (siehe Abbildung 4).

Abbildung 5
Renditeabstand von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem OIS-Satz

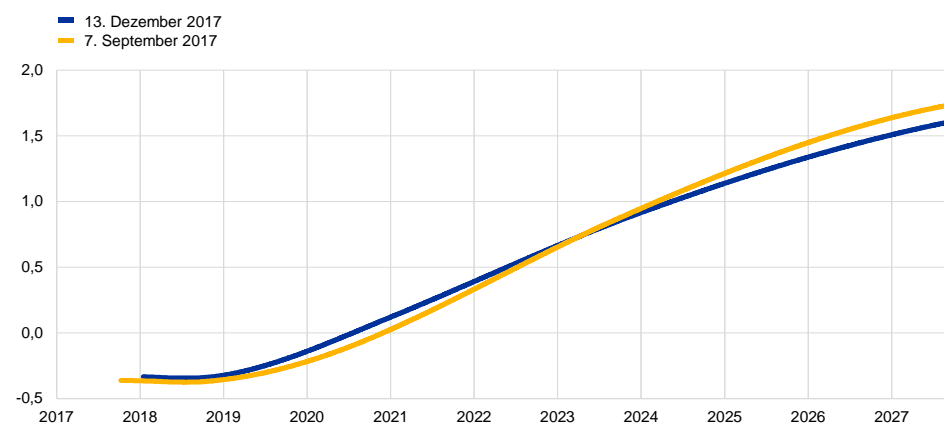


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Renditeabstand ist die Differenz zwischen der Staatsanleiherendite und dem zehnjährigen OIS-Satz. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (7. September 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. Dezember 2017

Die Terminzinskurve für den EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb weitgehend unverändert. Sie verlagerte sich bei den kurzen Laufzeiten leicht nach oben und bei den längeren Laufzeiten geringfügig nach unten (siehe Abbildung 6). Die Tatsache, dass die EONIA-Terminzinskurve noch bis etwa Mitte 2020 im negativen Bereich bleibt, steht im Einklang mit der Erwartung der Marktteilnehmer, dass auch die Zinsen für die Einlagefazilität der EZB noch für längere Zeit negativ sein werden.

Abbildung 6 EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

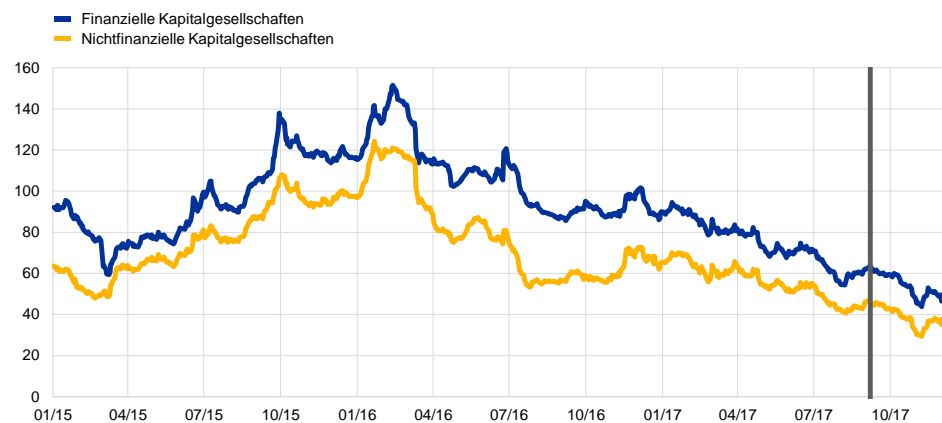
Der EONIA lag bei durchschnittlich -35 Basispunkten. Idiosynkratische Faktoren ließen den EONIA Ende November auf ein Hoch von -24 Basispunkten steigen. Die Überschussliquidität erhöhte sich aufgrund der fortgeführten Wertpapierkäufe im Rahmen des Eurosystem-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) um etwa 121 Mrd € auf rund 1 898 Mrd €. Auf die Liquiditätsbedingungen wird in Kasten 2 näher eingegangen.

Die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen gingen im Berichtszeitraum weiter zurück. Am 7. Dezember waren die Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (gegenüber der entsprechenden durchschnittlichen Renditestrukturkurve von AAA-Anleihen aus dem Euroraum) im Schnitt 16 Basispunkte niedriger als Anfang September und lagen rund 80 Basispunkte unter dem Stand vom März 2016, d. h. vor der Bekanntgabe des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). Die Renditeaufschläge auf Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Non-Investment-Grade-Segment und auf von Finanzunternehmen begebene Schuldtitel gingen ebenfalls zurück, und zwar um 11 bzw. 16 Basispunkte (siehe Abbildung 7). Die geringen und weiter sinkenden Renditeabstände von Unternehmensanleihen stehen mit einer sich verstärkenden Konjunkturerholung im Einklang.

Abbildung 7

Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

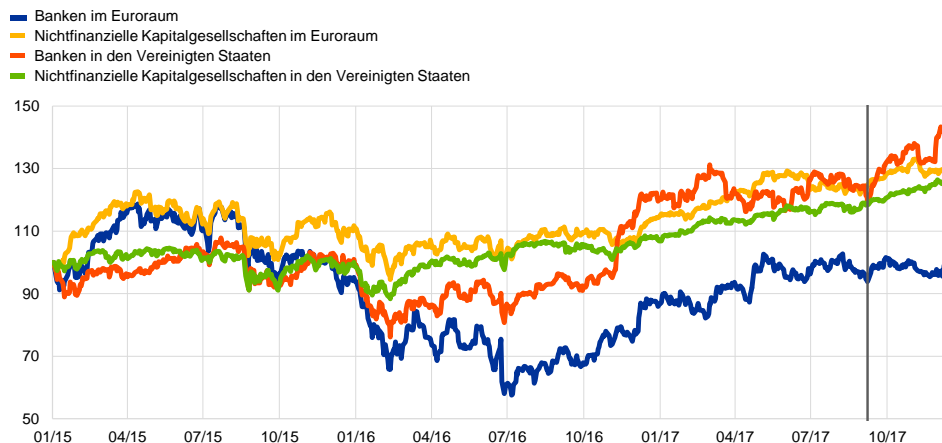
Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (7. September 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. Dezember 2017.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet legten zu. Die Aktien von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften und Banken aus dem Euroraum notierten am Ende des Betrachtungszeitraums rund 4 % höher als zu Beginn, was unter anderem auf eine geringere Wahrnehmung geopolitischer Risiken zurückzuführen war (siehe Abbildung 8). Zudem werden die Aktienkurse nach wie vor von den robusten Konjunkturaussichten und den dadurch gestiegenen Gewinnerwartungen gestützt. In den USA legten die Notierungen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Banken bis zum Ende des Berichtszeitraums um 7 % bzw. 19 % zu, worin auch die günstige Markteinschätzung einer dortigen Körperschaftsteuerreform zum Ausdruck kam. Im Euroraum gaben die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse leicht nach und blieben auf dem niedrigen Niveau des bisherigen Jahresverlaufs, während sie in den Vereinigten Staaten insgesamt zurückgingen.

Abbildung 8

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (7. September 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. Dezember 2017.

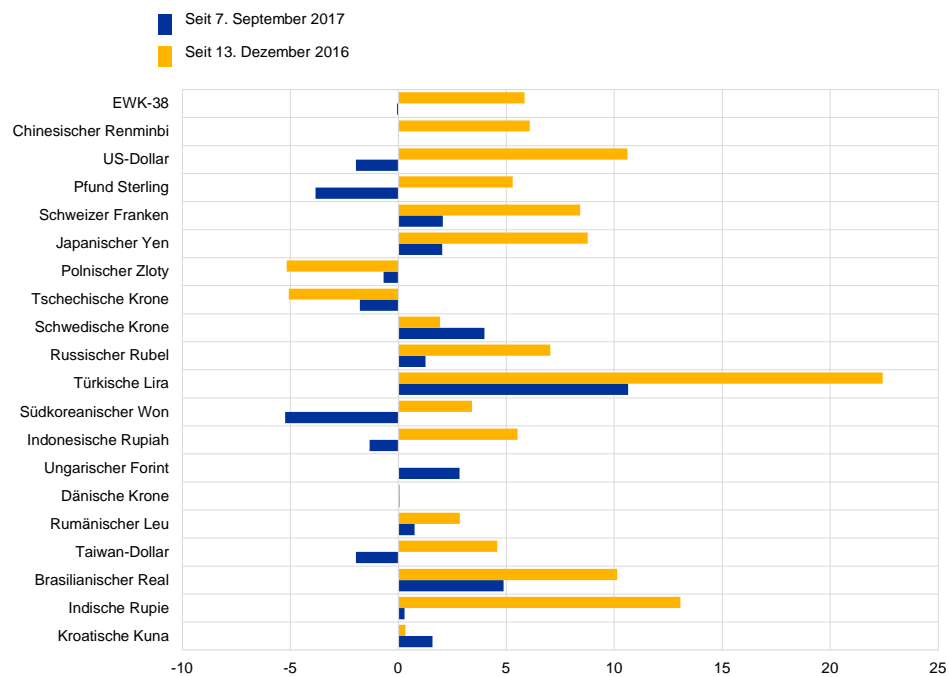
An den Devisenmärkten blieb der Wechselkurs des Euro weitgehend

unverändert. Dahinter verbergen sich jedoch einige uneinheitliche Entwicklungen bei den Währungspaaren. Seit seinem Höchststand zu Beginn des Berichtszeitraums hat der Euro gegenüber dem US-Dollar 2,0 % verloren (siehe Abbildung 9). Darin spiegeln sich sowohl Erwartungen hinsichtlich des künftigen politischen Kurses als auch damit verbundene makroökonomische Nachrichten wider. Gegenüber dem Pfund Sterling wertete die Gemeinschaftswährung gleichfalls ab (um 3,8 %), ebenso wie gegenüber den Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften Asiens. Dagegen gewann der Euro in Relation zu den Währungen einiger Schwellen- und Industrieländer – etwa zum Schweizer Franken (um 2,1 %), zum japanischen Yen (um 2,0 %) und zum chinesischen Renminbi – an Wert. Auch gegenüber den Währungen der meisten nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten verzeichnete der Euro Kursgewinne – mit Ausnahme des polnischen Zloty und der tschechischen Krone, gegenüber denen er um 0,7 % bzw. 1,8 % schwächer notierte.

Abbildung 9

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



Quelle: EZB.

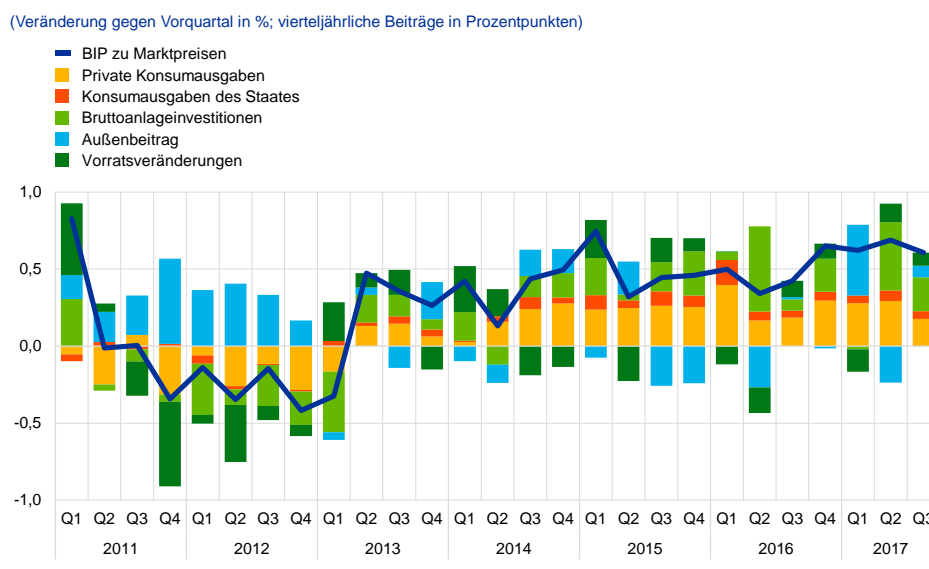
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Prozentuale Veränderung in Relation zum Kurs am 13. Dezember 2017.

3 Konjunktorentwicklung

Der Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet ist weiterhin solide und über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt. Gestützt wird das Wachstum des realen BIP durch die Zunahme der privaten Konsumausgaben und der Investitionen sowie durch die Exporte, denen die breit fundierte weltweite Erholung zugutekommt. Jüngste Umfrageergebnisse und aktuelle Daten bestätigen die auf kurze Sicht robuste Wachstumsdynamik. Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 wurde der Ausblick für das BIP-Wachstum in den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2017 deutlich nach oben korrigiert. Demzufolge wird das reale BIP des Euroraums im laufenden Jahr um 2,4 %, im kommenden Jahr um 2,3 %, 2019 um 1,9 % und 2020 um 1,7 % steigen.

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet ist weiterhin dynamisch und über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt. Das reale BIP erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal nach einem Plus von 0,7 % im zweiten Vierteljahr (siehe Abbildung 10). Wichtigster Wachstumsmotor war nach wie vor die Binnennachfrage, insbesondere die Anlageinvestitionen. Auch vom Außenbeitrag und von den Vorratsveränderungen gingen – wenn auch schwächere – Impulse aus. Auf der Produktionsseite entwickelte sich die Wirtschaftsaktivität auf breiter Front günstig. So wurden in der Industrie (ohne Baugewerbe) ein hoher Wertschöpfungszuwachs und im Baugewerbe sowie im Dienstleistungssektor etwas geringere Zuwächse verzeichnet.

Abbildung 10
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

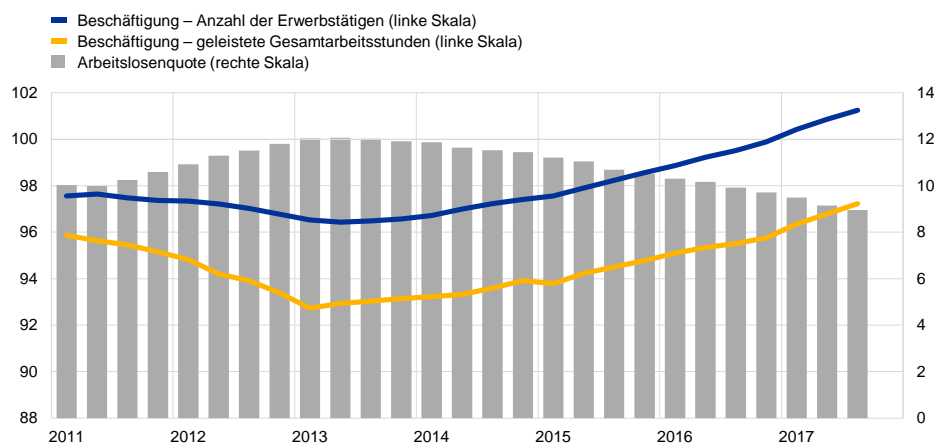


Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017.

Die sehr dynamische Entwicklung an den Arbeitsmärkten des Euroraums setzt sich fort. Die Beschäftigung nahm im dritten Jahresviertel 2017 weiter zu, und zwar um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Damit beläuft sich der jährliche Anstieg auf 1,7 %. Aktuell liegt die Beschäftigung 1,2 % über dem vor der Krise im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand. Auch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden stiegen erneut an, wobei die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen trotz einer höheren durchschnittlichen Stundenzahl von Vollzeit- wie auch Teilzeitkräften weitgehend stabil blieb, da diese Erhöhungen durch die veränderte Zusammensetzung der Beschäftigung zugunsten eines größeren Anteils an Teilzeitbeschäftigten kompensiert wurden.¹ Die Arbeitslosenquote für das Eurogebiet lag im Oktober 2017 bei 8,8 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit Januar 2009 (siehe Abbildung 11). Der Rückgang war in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen zu beobachten. Die Langzeitarbeitslosigkeit (d. h. die Anzahl der Personen, die mindestens zwölf Monate ohne Beschäftigung sind, ausgedrückt in Prozent der Erwerbspersonen) war ebenfalls weiter rückläufig, liegt aber immer noch deutlich über dem Vorkrisenniveau. Umfrageergebnisse lassen für die nächste Zeit auf eine fortgesetzte Aufhellung der Arbeitsmarktlage schließen. Zugleich mehren sich die Anzeichen für einen Arbeitskräftemangel in einigen Ländern und Sektoren.

Abbildung 11
Entwicklung des Arbeitsmarkts im Euroraum

(linke Skala: Index: Q1 2008 = 100; rechte Skala: in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017 (Anzahl der Erwerbstätigen und geleistete Gesamtarbeitsstunden) bzw. Oktober 2017 (Arbeitslosenquote).

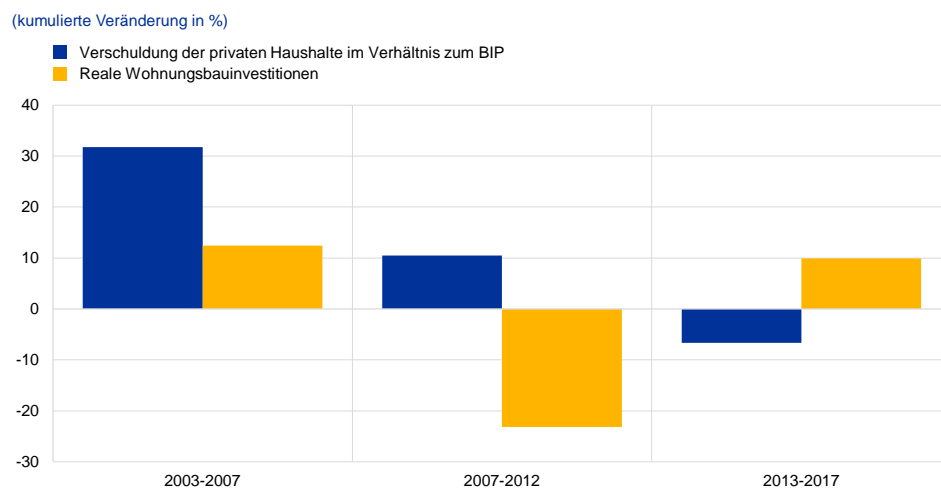
Die Aufhellung an den Arbeitsmärkten stützt nach wie vor das Einkommenswachstum und die privaten Konsumausgaben. Das Wachstum des privaten Verbrauchs verlangsamte sich im dritten Vierteljahr 2017 gegenüber dem Vorquartal leicht auf 0,3 %, verglichen mit 0,5 % im zweiten Jahresviertel. Getragen wird dieser Zuwachs, insbesondere bei Gebrauchsgütern, von der Erholung an den Arbeitsmärkten und den steigenden Reallöhnen je Arbeitnehmer. Die geldpolitischen

¹ Siehe EZB, Ursachen für die Entwicklung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten seit 2008, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

Maßnahmen der EZB haben zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen geführt und wirken sich ebenfalls weiterhin günstig auf den privaten Konsum aus. Die Sparquote ist in den letzten Quartalen gesunken; ursächlich hierfür waren in erster Linie eine Verbesserung der wirtschaftlichen und finanziellen Situation der privaten Haushalte sowie das Niedrigzinsumfeld, das die Sparneigung der Privathaushalte verringert. Das Verbrauchervertrauen stieg im November 2017 abermals an, da sich die Verbraucher in Bezug auf ihre künftige finanzielle Situation und die allgemeine Wirtschaftslage im Euroraum optimistischer gaben. Infolgedessen liegt der entsprechende Vertrauensindex inzwischen wieder in der Nähe seiner historischen Höchststände, was auf eine hohe Grunddynamik des Konsums in nächster Zeit hindeutet.

Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten dürfte das Wachstum weiter antreiben. Die Wohnungsbauinvestitionen wurden im zweiten Quartal 2017 um 1,3 % ausgeweitet. Darin spiegelt sich die anhaltende Erholung im Eurogebiet insgesamt und in vielen Euro-Ländern wider. Seit Ausbruch der Krise im Euroraum haben sich die Wohnungsbauinvestitionen und die Verschuldung der privaten Haushalte gegenläufig entwickelt. Im Jahr 2008 begann die Verschuldung zu steigen, während die Investitionen im Bereich des Wohnungsbaus sanken. Seit 2013 hat sich dieser Trend umgekehrt: Die Erholung der Investitionen ging mit einem Schuldenabbau bei den privaten Haushalten einher. Diese Entwicklungen stehen in deutlichem Gegensatz zum Geschehen im Vorfeld der Krise, als sowohl die Verschuldung als auch die Investitionen zunahmen (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12
Verschuldung und Wohnungsbauinvestitionen



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

Gestützt werden der Wohnungsbau und die Wohnimmobilienpreise nach wie vor durch die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, Portfolioumschichtungen zugunsten von Wohnimmobilien angesichts der niedrigen Renditen, die bei anderen langfristigen Anlagemöglichkeiten erzielt werden, und das steigende Einkommenswachstum im Zusammenhang mit der anhaltenden Schaffung von Arbeitsplätzen. Aus den jüngsten Indikatoren geht hervor, dass sich diese positive Dynamik bei den

Wohnungsbauinvestitionen fortsetzen dürfte. Das Unternehmerv Vertrauen im Hochbau verbesserte sich im Oktober erneut und liegt weiterhin auf einem Niveau, das zuletzt im Jahr 2008 beobachtet wurde. Auch die Bauproduktion nahm im dritten Quartal im Einklang mit dem gleichzeitigen Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen zu, wenn auch nicht mehr so stark wie im früheren Jahresverlauf. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für das Vertrauen im Hochbaugewerbe tendierte im Oktober und November verglichen mit dem dritten Jahresviertel weiter nach oben und lässt auf eine Fortsetzung des Wachstums auch im vierten Quartal schließen.

Die Unternehmensinvestitionen wurden im dritten Quartal 2017 kontinuierlich ausgeweitet, und der kurzfristige Ausblick bleibt robust. Die Investitionstätigkeit außerhalb des Baugewerbes erhöhte sich im dritten Jahresviertel um 1,9 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im zweiten Vierteljahr um 3,9 % gestiegen war. Für das Schlussquartal lassen die Ergebnisse aus der Umfrage der Europäischen Kommission darauf schließen, dass die Angebotsbeschränkungen den Teilnehmern zufolge weiter zugenommen haben, was auf die Notwendigkeit einer Ausweitung oder Rationalisierung des Kapitalstocks hindeutet. Die sehr günstigen Produktions-erwartungen und die äußerst positive Auftragslage spiegelten darüber hinaus die weiterhin gute Stimmungslage in der Investitionsgüterbranche wider. Außerdem führte das moderate Wachstum der Fremdfinanzierung zusammen mit der in den letzten Jahren beobachteten ausgeprägten Erholung am Aktienmarkt dazu, dass die Verschuldungsquote (Verhältnis der Schulden zum Gesamtvermögen) im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften einen historischen Tiefstand erreicht hat. Dadurch dürften in den Unternehmen Mittel für Investitionen freigesetzt werden.

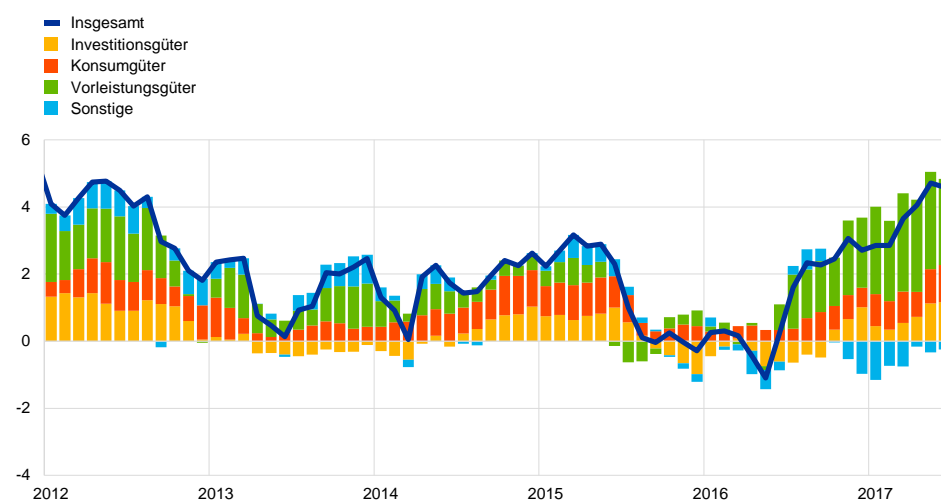
Die Erholung der Unternehmensinvestitionen dürfte sich mittelfristig fortsetzen. Getragen werden die robusten Aussichten für die Investitionstätigkeit von einer Reihe von Faktoren. So nimmt die Kapazitätsauslastung weiter zu und liegt nach wie vor über dem vor der Krise verzeichneten Durchschnittsniveau, die Finanzierungsbedingungen werden den Erwartungen zufolge sehr günstig bleiben, und die Gewinnzuschläge dürften vor dem Hintergrund des bereits liquiditätsstarken Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften steigen. Ferner dürfte der Entschuldungsdruck weiter nachlassen, da sich der Konjunkturaufschwung angesichts des Niedrigzinsumfelds fortsetzt, was wiederum das Wachstum der Unternehmensinvestitionen stützt. Allerdings könnten die Erwartung eines nach wie vor verhaltenen Wachstums des Produktionspotenzials und Beschränkungen der Intermediationsfunktion von Banken in einigen Ländern sowie immer noch bestehende strukturelle Hemmnisse und ein Mangel an Arbeitskräften mit bestimmten Qualifikationen die Aussichten für die Unternehmensinvestitionen auch in Zukunft trüben.

Die Ausfuhren des Euroraums verzeichnen weiterhin einen robusten Zuwachs. Die monatlichen Handelsdaten deuten für das dritte Quartal auf eine starke Dynamik der Exporte des Eurogebiets in Drittländer hin, die mit einem jährlichen Anstieg von 4,1 % (auf Basis der Daten für Juli und August) das kräftigste Wachstum seit sechs Jahren verzeichneten und deutlich über ihrem Nachkrisendurchschnitt liegen. Damit

setzt sich die im Jahr 2016 begonnene Erholung fort. Die negativen Auswirkungen der jüngsten Euro-Aufwertung wurden durch die positive Entwicklung der Auslandsnachfrage mehr als ausgeglichen. Haupttriebfeder der Exportdynamik waren die Ausfuhren in Länder außerhalb der EU, insbesondere nach China und in den übrigen asiatischen Raum. An den überdurchschnittlich hohen Auftrags-eingängen im verarbeitenden Gewerbe und den Stimmungsindikatoren für die Exportmärkte lässt sich ablesen, dass sich das kräftige Wachstum der Ausfuhren in den kommenden Monaten fortsetzen wird und dass die dynamische Entwicklung bei den Vorleistungen und Investitionsgütern (siehe Abbildung 13) mit einer Erholung der globalen Investitionen zusammenhängen könnte. Eine Zunahme der Investitions-tätigkeit weltweit dürfte die Ausfuhren auf mittlere Sicht stützen.

Abbildung 13
Warenexporte des Euroraums in Drittländer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Dargestellt ist das Exportvolumen des Warenhandels. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2017.

Insgesamt deuten aktuelle Daten darauf hin, dass sich die Wachstumsdynamik im vierten Quartal 2017 und um den Jahreswechsel unvermindert fortsetzen wird und dass auch 2018 mit einem robusten Wachstum zu rechnen ist. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) sowie der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie stiegen im November weiter an und lagen nach wie vor deutlich über ihrem jeweiligen Durchschnitt. Dies lässt darauf schließen, dass das Wachstum im Schlussquartal 2017 zumindest genauso kräftig wie im Vorquartal ausfallen dürfte (siehe Kasten 3).

Begünstigt durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die auf die Realwirtschaft durchwirken, wird sich der laufende Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet den Projektionen zufolge fortsetzen. Ein geringerer

Entschuldungsbedarf trägt weiterhin zum Wachstum der privaten Ausgaben bei. Die Zunahme des privaten Verbrauchs wird durch die verbesserten Arbeitsmarktbedingungen, die niedrigen Zinsen und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt. Nach wie vor sind die Verbesserung der Ertragslage der

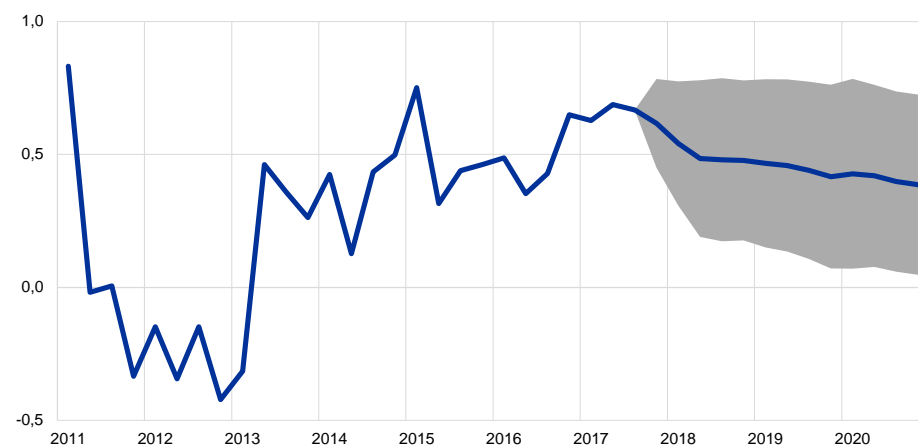
Unternehmen und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen der Erholung der Unternehmensinvestitionen förderlich. Zugleich kommt die anhaltende weltwirtschaftliche Expansion den gebietsansässigen Exporteuren weiterhin zugute.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2017 zufolge wird das jährliche reale BIP im laufenden Jahr um 2,4 %, im kommenden Jahr um 2,3 %, 2019 um 1,9 % und 2020 um 1,7 % steigen (siehe Abbildung 14). Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP deutlich nach oben korrigiert. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets sind weitgehend ausgewogen.

Abbildung 14

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2017, veröffentlicht am 14. Dezember 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 Werts 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.

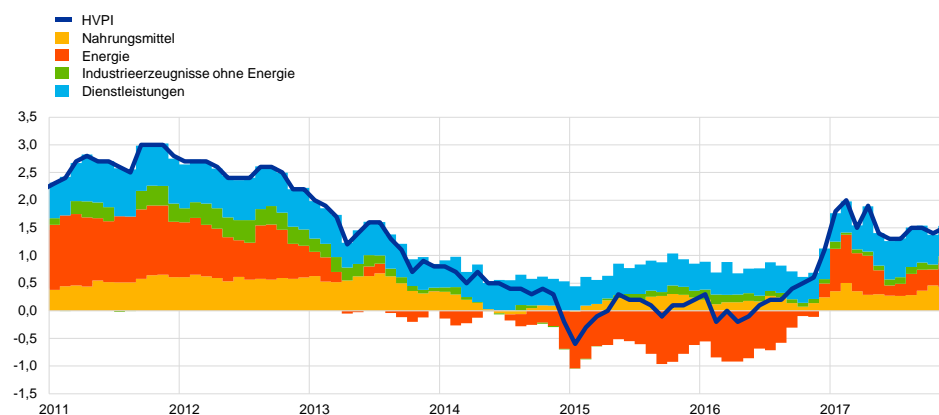
4 Preise und Kosten

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im November auf 1,5 % nach 1,4 % im Oktober. Zugleich haben sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in der jüngeren Vergangenheit etwas abgeschwächt, was teilweise durch Sonderfaktoren bedingt war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften die Vorjahrsraten der Gesamtinflation in den kommenden Monaten vor allem aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen zurückgehen, bevor sie im weiteren Verlauf wieder ansteigen. Die zugrunde liegende Inflation dürfte, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der damit verbundenen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und steigenden Löhnen, mittelfristig allmählich zunehmen. Diese Einschätzung deckt sich auch weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2017. Laut den dort enthaltenen Berechnungen wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2017 auf 1,5 %, 2018 auf 1,4 %, 2019 auf 1,5 % und 2020 auf 1,7 % belaufen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 wurde der Ausblick für die HVPI-Gesamtinflation nach oben korrigiert, was in erster Linie den höheren Öl- und Nahrungsmittelpreisen geschuldet war.

Die Gesamtinflation ist im November leicht gestiegen. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate für den Euroraum von 1,4 % im Oktober auf 1,5 % im November und kehrte damit wieder auf den Stand vom September zurück (siehe Abbildung 15). Der im November verzeichnete Anstieg war in erster Linie auf kräftigere Preissteigerungen bei Energie zurückzuführen, die nur zu einem geringen Teil durch die leicht rückläufige Teuerung bei Nahrungsmitteln ausgeglichen wurden. Ursächlich für den unerwartet hohen Preisauftrieb bei Energie war der jüngste starke Ölprieanstieg.

Abbildung 15
Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

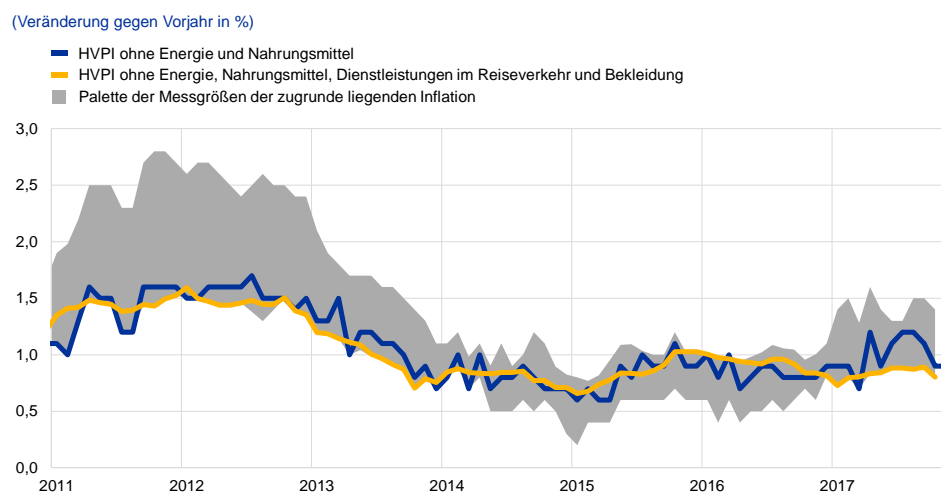


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2017 (Vorausschätzungen).

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich in der jüngeren Vergangenheit etwas abgeschwächt, was teilweise durch Sonderfaktoren bedingt war.

Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerungsrate belief sich im November auf 0,9 % und blieb damit gegenüber Oktober unverändert, nachdem sie im September bei 1,1 % gelegen hatte (siehe Abbildung 16). Dieser seit September zu beobachtende allgemeine Rückgang war zum Teil auf den deutlich niedrigeren Preisauftrieb bei bestimmten Dienstleistungen zurückzuführen, was beispielsweise Bildungsgebühren in Italien und transportbezogene Versicherungen in Deutschland betraf. Die im November gemessene HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel lag in etwa auf dem um den Jahreswechsel 2016/2017 verzeichneten Niveau. Insgesamt lassen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation bislang keine überzeugenden Anzeichen für einen nachhaltigen Aufwärtstrend erkennen.

Abbildung 16
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation



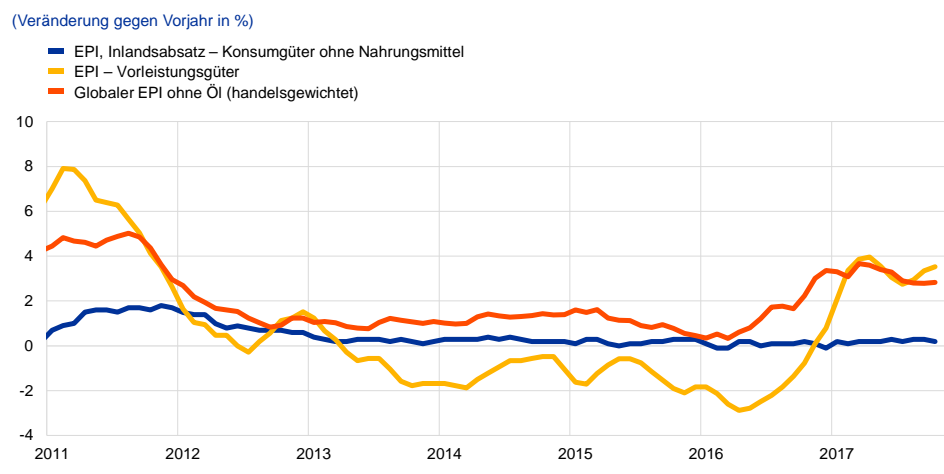
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Palette der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), Median des HVPI und eine auf einem dynamischen Faktormodell basierende Messgröße. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2017 (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, Vorausschätzung) bzw. Oktober 2017 (alle übrigen Messgrößen).

Der globale Preisdruck ist nach wie vor hoch, wirkt allerdings noch nicht auf die nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette des Eurogebiets durch.

Der jährliche Anstieg der in Euro gerechneten Ölpreise hat sich in den vergangenen Monaten merklich beschleunigt, und der globale Druck auf die Preise (ohne Energie) ist weiterhin hoch (siehe Abbildung 17). Zwar wurde der weltweite Aufwärtsdruck auf die Einfuhrpreise des Euroraums durch den sich aus der Euro-Aufwertung im Verlauf des Sommers ergebenden Abwärtsdruck etwas abgeschwächt, doch schlägt er sich weiterhin im robusten Anstieg der Einfuhr- und Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter nieder. In beiden Kategorien stiegen die Raten im Oktober um jeweils 3,5 % gegenüber dem Vorjahr. Allerdings wirkt diese Entwicklung anscheinend bislang nur schwach auf die nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette durch, da die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die im Oktober bei nur 0,2 % lag, weitgehend stabil geblieben ist. Eine mögliche

Erklärung für diesen – trotz des robusten Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Preissetzungskette – nur schwachen Preisauftrieb bei den Erzeugerpreisen sind die sinkenden Margen.

Abbildung 17
Globale, inländische und Vorleistungs-Erzeugerpreise



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

Das Lohnwachstum hat sich in den vergangenen Quartalen leicht erhöht. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist von 1,1 % im zweiten Jahresviertel 2016 auf 1,7 % im dritten Quartal 2017 gestiegen. Diese Zunahme war im Wesentlichen durch eine höhere Lohndrift bedingt, die tendenziell schneller auf die Konjunkturerwicklung reagiert als die Tarifverdienste. Die jährliche Steigerungsrate der Tariflöhne je Beschäftigten lag im dritten Vierteljahr 2017 mit 1,4 % auf dem Niveau des Vorquartals und entsprach dem Durchschnittswert des Jahres 2016. Zu den das Lohnwachstum möglicherweise weiterhin belastenden Faktoren zählen die nach wie vor beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die niedrigen Inflationsraten in der Vergangenheit, das schwache Produktivitätswachstum und die immer noch spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise durchgeführten Arbeitsmarktreformen.²

² Siehe auch die Ausführungen in Kasten 4 des vorliegenden Berichts.

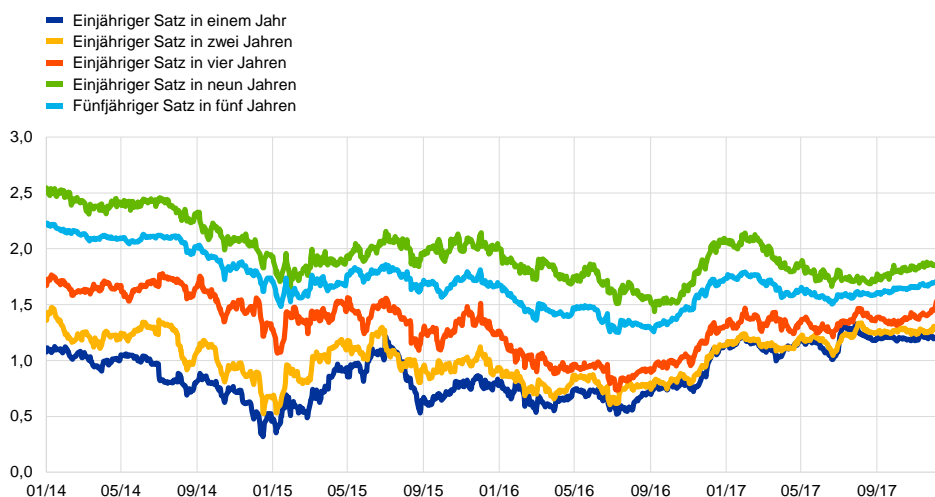
Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind stabil geblieben.

Die fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren lag am 13. Dezember 2017 bei 1,71 % und damit geringfügig über dem Anfang September verzeichneten Stand (siehe Abbildung 18). Das zukunftsgerichtete Profil der marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen deutet weiterhin auf eine anhaltende Phase niedriger Inflationsraten hin, und die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % dürfte sich nur in sehr kleinen Schritten vollziehen. Die sich aus Inflationsoptionen ergebende Deflationswahrscheinlichkeit ist noch immer gering, was darauf hindeutet, dass sich das Deflationsrisiko weiterhin in Grenzen hält. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2017 lagen die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum bei 1,9 %.

Abbildung 18

Marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. Dezember 2017.

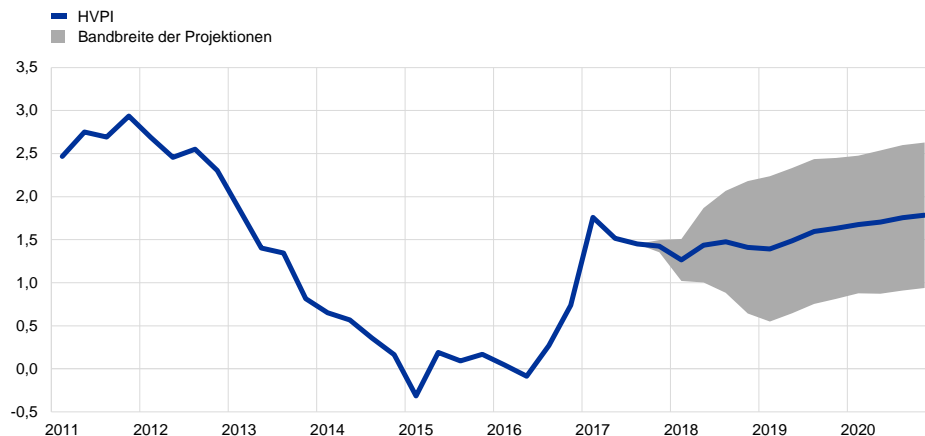
Wenngleich die HVPI-Inflation aufgrund abwärtsgerichteter energiepreisbedingter Basiseffekte auf kurze Sicht wohl leicht zurückgehen wird, dürfte sie im weiteren Verlauf jedoch wieder einem Aufwärtstrend folgen und im Jahr 2020 bei 1,7 % liegen. Auf der Grundlage der Ende November verfügbaren Daten gehen die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2017 davon aus, dass die HVPI-Inflation für das Eurogebiet im laufenden Jahr bei 1,5 %, 2018 bei 1,4 %, 2019 bei 1,5 % und 2020 bei 1,7 % liegen wird (siehe Abbildung 19).³ Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 wurde der Ausblick für die HVPI-Gesamtinflation nach oben korrigiert, was in erster Linie höheren Öl- und Nahrungsmittelpreisen geschuldet war.

³ Siehe EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2017, veröffentlicht am 14. Dezember 2017 auf der Website der EZB.

Abbildung 19

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, Dezember 2017, veröffentlicht am 14. Dezember 2017 auf der Website der EZB.

Den Erwartungen zufolge wird sich die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel mittelfristig schrittweise erhöhen. So dürfte sie 2017 bei 1,0 %, 2018 bei 1,1 %, 2019 bei 1,5 % und 2020 bei 1,8 % liegen. Was die binnenwirtschaftlichen Kosten anbelangt, so sind vor allem Verbesserungen der Bedingungen am Arbeitsmarkt und der zunehmende Arbeitskräftemangel in einigen Teilen des Euroraums, die das Lohnwachstum ankurbeln dürften, für die allmähliche Zunahme der zugrunde liegenden Inflation maßgeblich. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass der signifikante Anstieg der Gesamtinflation im Jahr 2017 verglichen mit den vorangegangenen drei Jahren in den Euro-Ländern, in denen der Lohnbildungsprozess vergangenheitsbezogene Indexierungs- oder Erwartungselemente beinhaltet, zu einem stärkeren Lohnwachstum beitragen dürfte.

Geldmengen- und Kreditentwicklung

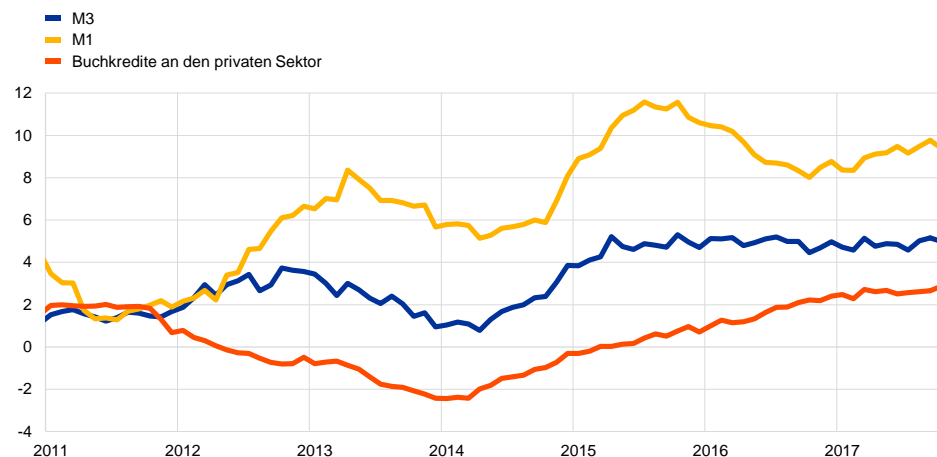
Die weit gefasste Geldmenge setzte das seit Mitte 2015 allgemein zu beobachtende robuste Wachstumstempo im dritten Quartal und im Oktober 2017 fort. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor erholte sich ebenfalls weiter. Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben sich Schätzungen zufolge erhöht, was mit Verbesserungen sowohl bei der Bankkreditvergabe als auch bei der Emission von Schuldverschreibungen im dritten Quartal 2017 zusammenhängt.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge blieb mit durchschnittlich 4,9 % im dritten Quartal 2017 robust und belief sich im Oktober auf 5,0 %; dies steht im Einklang mit dem seit Mitte 2015 verzeichneten stetigen Expansionstempo (siehe Abbildung 20). Gestützt wurde die monetäre Dynamik durch die aufgrund der sehr niedrigen Zinsen nur geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Instrumente sowie durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Die liquidesten Komponenten trugen nach wie vor am stärksten zum Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats bei: Die Vorjahrsrate von M1 belief sich im dritten Jahresviertel und im Oktober 2017 auf 9,4 % (verglichen mit 9,2 % im zweiten Quartal und 9,8 % im September).

Abbildung 20

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 Oktober 2017.

Das M3-Wachstum wurde weiterhin hauptsächlich von den täglich fälligen Einlagen bestimmt.

So blieb das Jahreswachstum der täglich fälligen Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im dritten Quartal und im Oktober 2017 kräftig. Dagegen war die volatile Zwölfmonatsrate der täglich fälligen Einlagen nichtmonetärer Finanzinstitute im Oktober rückläufig und damit für die Verlangsamung des M1-Wachstums in diesem Monat verantwortlich. Die jährliche Zuwachsrate des Bargeldumlaufs blieb im dritten Vierteljahr und im Oktober 2017 weitgehend unverändert; es ist somit kein deutlicher Trend erkennbar,

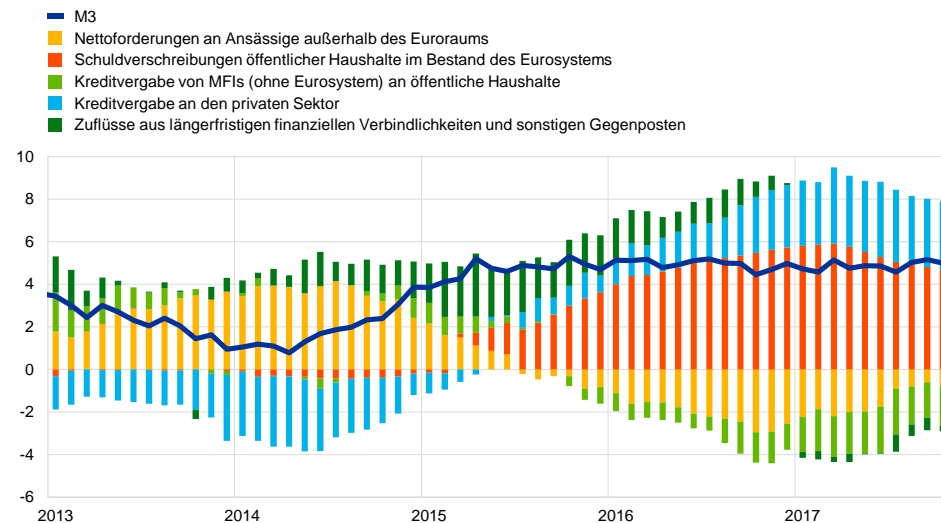
dass der geldhaltende Sektor vor dem Hintergrund der sehr niedrigen bzw. negativen Zinsen Einlagen durch Bargeld ersetzen würde. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen ($M2 - M1$) wirkten sich abermals negativ auf die Geldmenge $M3$ aus. Die jährliche Änderungsrate der marktfähigen Finanzinstrumente ($M3 - M2$), die nur ein geringes Gewicht innerhalb von $M3$ haben, kehrte sich im Betrachtungszeitraum ins Negative. Ursächlich hierfür waren eine Abnahme des positiven Beitrags der Geldmarktfondsanteile, die auf eine nachlassende Attraktivität dieser Instrumente hindeutet, sowie ein weiterer Rückgang der Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen durch monetäre Finanzinstitute (MFIs).

Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung waren erneut der wichtigste Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge (siehe Abbildung 21). Was die Gegenposten der Geldmenge $M3$ betrifft, so leistete der Erwerb von Staatsschuldverschreibungen durch das Eurosystem (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 21), der hauptsächlich im Rahmen des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erfolgte, einen positiven Beitrag zum $M3$ -Wachstum. Darüber hinaus wurde das $M3$ -Wachstum nach wie vor durch die anhaltende Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor gestützt (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 21). Hierunter fallen sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) nieder. Der anhaltende Rückgang der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) wirkte sich begünstigend auf das $M3$ -Wachstum aus (mit den sonstigen Gegenposten in den dunkelgrünen Balkenabschnitten in Abbildung 21 enthalten). Die Jahresänderungsrate dieser Verbindlichkeiten der MFIs weist seit dem zweiten Quartal 2012 ein negatives Vorzeichen auf. Bedingt ist dies zum Teil durch die zweite Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte der EZB (GLRG II), die von den Banken als Ersatz für längerfristige marktbasierende Finanzierungsquellen genutzt zu werden scheint. Der Verkauf von Staatsanleihen durch gebietsansässige MFIs (ohne Eurosystem) trug schließlich zum negativen Jahreswachstum der Kredite dieser MFIs an öffentliche Haushalte und somit zur Abschwächung des $M3$ -Wachstums bei (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 21).

Abbildung 21

M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Kredite an den privaten Sektor umfassen MFI-Buchkredite an den privaten Sektor und MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Hierunter fallen somit auch die vom Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) gehaltenen Schuldverschreibungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2017.

Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors wirkte weiterhin dämpfend auf das jährliche M3-Wachstum (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 21).

Zwar blieben die jährlichen Ströme der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets im dritten Quartal 2017 negativ, aber die Kapitalabflüsse aus dem Euroraum, die sich zum Teil durch den Verkauf von Staatsanleihen der Euro-Länder durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP erklären lassen, sind in den letzten Monaten zurückgegangen. Dadurch hat sich der Abwärtsdruck auf das M3-Wachstum verringert. Im Oktober kam der Rückgang des negativen Beitrags der Nettoforderungen an das Ausland dann allerdings zum Stillstand. Zwar gehören Gebietsfremde weiterhin zu den wichtigsten Verkäufern von für das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zugelassenen Wertpapieren, aber sie haben ihre Portfolios möglicherweise nicht mehr so zügig zugunsten anderer Aktiva des Eurogebiets umgeschichtet.

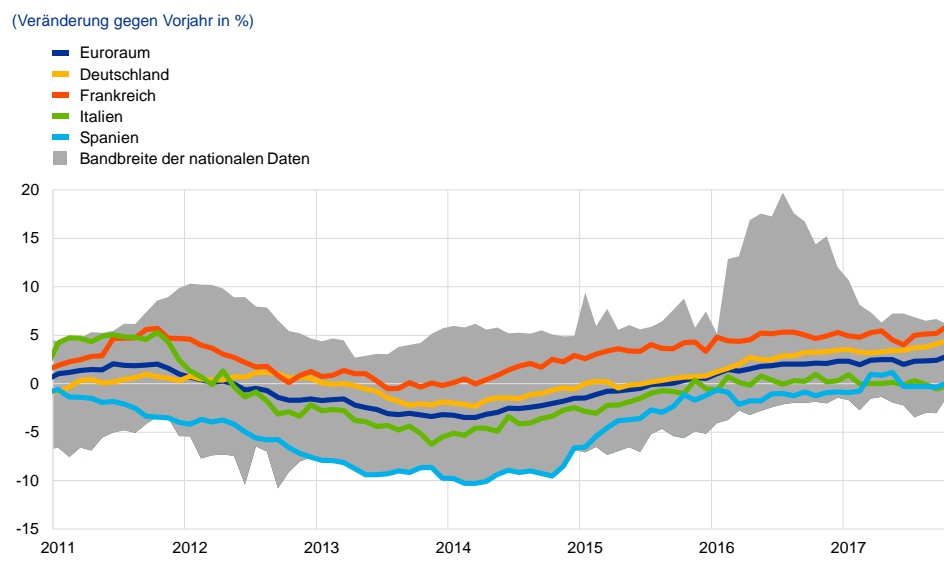
Die seit Anfang 2014 verzeichnete Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor hat sich fortgesetzt.

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) blieb im dritten Jahresviertel 2017 weitgehend stabil und erhöhte sich dann im Oktober (siehe Abbildung 20). Nach Sektoren aufgliedert stieg die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Oktober auf 2,9 % gegenüber 2,3 % im dritten Quartal (siehe Abbildung 22). Das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen hat sich gegenüber dem im ersten Quartal 2014 verzeichneten Tiefstand deutlich erholt, und die Streubreite der nationalen Daten zur Buchkreditvergabe an diese Unternehmen hat sich insgesamt verringert. Indes nahm die Heterogenität des Buchkreditwachstums bei einem Vergleich der vier größten

Euro-Länder im Oktober etwas zu. Die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte blieb im Großen und Ganzen stabil und belief sich im Oktober auf 2,7 % (siehe Abbildung 23). Gestützt wurden die genannten Trends durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die seit Sommer 2014 (vor allem wegen der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB) im gesamten Euroraum deutlich gesunken sind, sowie durch die günstigere Angebots- und Nachfrageentwicklung bei Bankdarlehen. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen und beim Abbau von notleidenden Krediten erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch ist und somit die Finanzintermediation belasten dürfte.⁴

Abbildung 22

MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quelle: EZB.

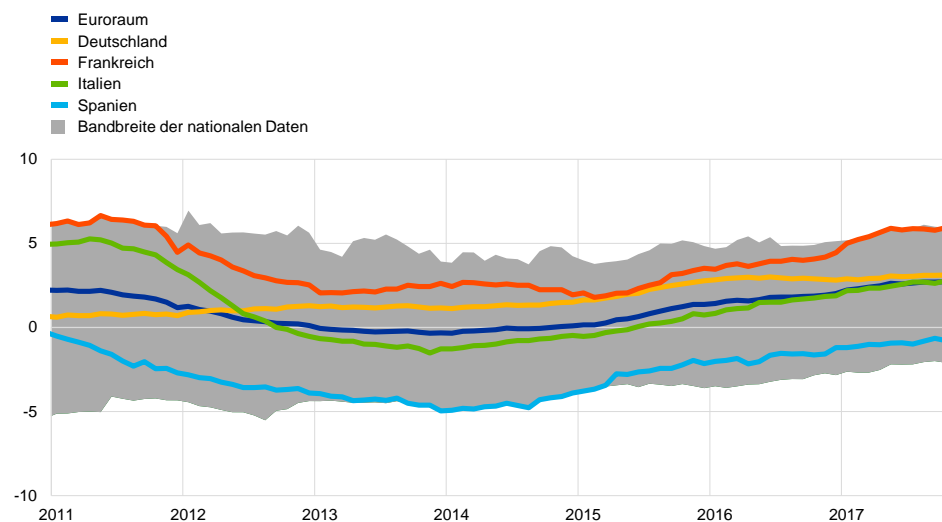
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2017.

⁴ Siehe auch EZB, Financial Stability Review, November 2017, Kapitel 3.

Abbildung 23

MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

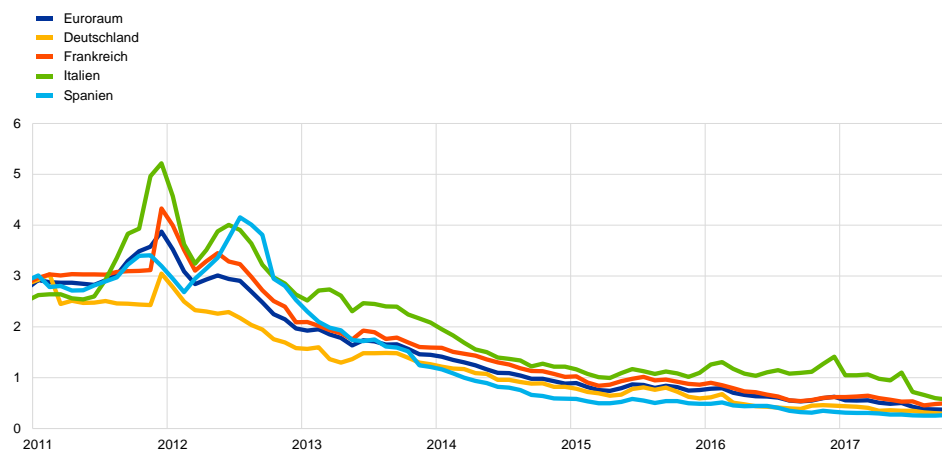
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2017.

Die Finanzierungsbedingungen der Banken verbesserten sich weiter, und die Finanzierungskosten erreichten neue historische Tiefstände. Der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung der Banken ging im dritten Quartal 2017 abermals zurück und blieb im Oktober auf einem Rekordtief (siehe Abbildung 24). Maßgeblich für den Rückgang im dritten Jahresviertel war die Entwicklung der Bankanleiherenditen; die Kosten der Finanzierung über Einlagen blieben unterdessen stabil. Im Oktober sanken sowohl die Renditen von Bankanleihen als auch die Kosten für Einlagen auf neue historische Tiefstände. Zu den günstigen Finanzierungsbedingungen der Banken beigetragen haben der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB, die Nettotilgung längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten der MFIs, die Stärkung der Bankbilanzen sowie die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte.

Abbildung 24

Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

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



Quellen: EZB, Markt iBoxx und EZB-Berechnungen.

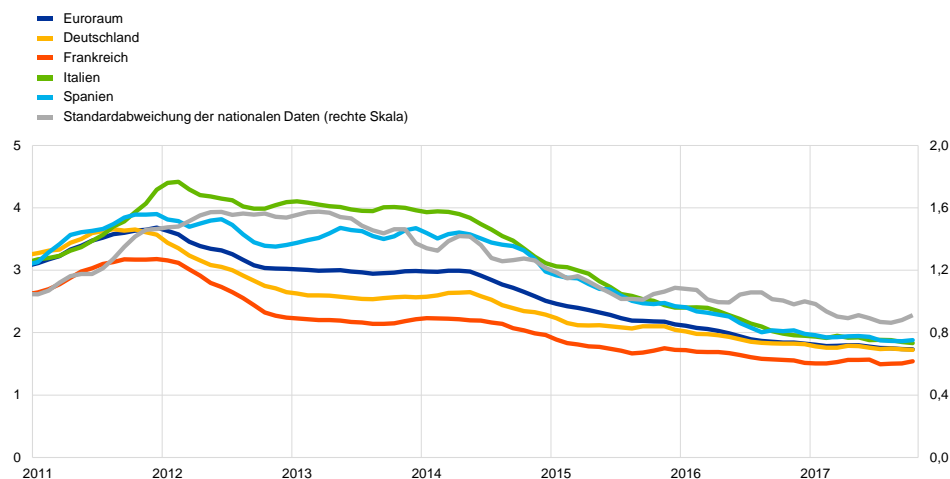
Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen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

Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verharrten auf ihren Rekordtiefständen (siehe Abbildung 25). Die gewichteten Bankzinsen für Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen verringerten sich im dritten Quartal dieses Jahres weiter auf einen historischen Tiefstand, auf dem sie im Oktober blieben. Was die Wohnungsbaukredite an private Haushalte betrifft, so schwächte sich der bis August 2017 verzeichnete moderate Anstieg der gewichteten Bankzinsen für diese Kreditkategorie (ausgehend von einem Rekordtief von 1,78 % im Dezember 2016) im September und Oktober 2017 ab (siehe Abbildung 26). Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte insgesamt deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. Dies deutet auf ein besseres Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen auf die Bankkreditzinsen hin. Die zuvor erwähnten niedrigeren Finanzierungskosten der Banken haben den Rückgang der gewichteten Kreditzinsen unterstützt. In der Zeit von Mai 2014 bis Oktober 2017 verringerten sich die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte um 120 Basispunkte bzw. 103 Basispunkte. In den anfälligen Euro-Ländern verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen besonders stark, was zu einer homogeneren Transmission der Geldpolitik auf die entsprechenden Bankzinsen in den verschiedenen Ländern beigetragen hat. 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 lag im Oktober dieses Jahres nahe bei seinem historischen Tiefstwert. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass kleine und mittlere Unternehmen insgesamt stärker von den rückläufigen Bankkreditzinsen profitieren als große.

Abbildung 25

Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



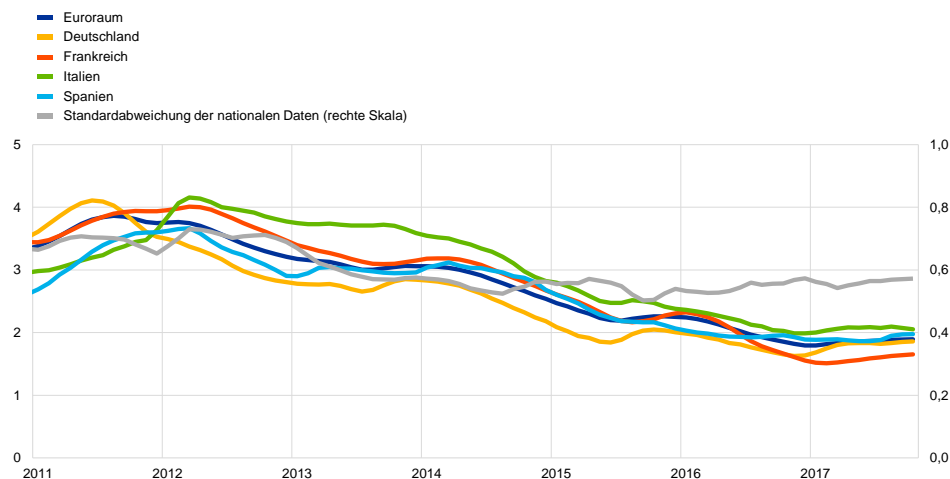
Quelle: EZB.

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 Oktober 2017.

Abbildung 26

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 Oktober 2017.

Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum haben sich Schätzungen zufolge im dritten Quartal 2017 erhöht.

Dies spiegelt Verbesserungen bei der Vergabe von Bankkrediten wie auch bei der Emission von Schuldverschreibungen wider, die aufgrund von Sonderfaktoren im zweiten Jahresviertel gedämpft wurden. Alles in allem wurde die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von der konjunkturellen Belebung, einem weiteren Rückgang der Fremdfinanzierungskosten, einer Lockerung der Kredit-

richtlinien der Banken sowie einer gestiegenen Zahl von Fusionen und Übernahmen getragen. Zugleich haben die nichtfinanziellen Unternehmen aufgrund rekordhoher – und zunehmender – Barbestände einen geringeren Bedarf an externen Finanzierungsmitteln.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm im dritten Quartal 2017 zu. Dieser Anstieg erfolgte vornehmlich im Juli, während die Emissionstätigkeit im August und September verhalten war. Marktdaten weisen auf eine robuste Bruttoemission von Schuldverschreibungen im Oktober und November hin. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wurde durch umfangreiche Aktienrückkäufe in einigen Ländern weiterhin gebremst.

Die Finanzierungskosten sind für nichtfinanzielle Unternehmen nach wie vor günstig. Die gesamten nominalen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierung) sind Schätzungen zufolge im November 2017 erneut leicht auf 4,3 % gesunken; im Juni und Juli waren sie noch geringfügig angestiegen. Der Großteil des seit Juli 2017 verzeichneten Rückgangs ist durch die gesunkenen Eigenkapitalkosten bedingt. Darüber hinaus sind die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung laut Schätzungen auf ein neues Rekordtief gefallen (siehe Abschnitt 2). Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten liegen nunmehr 30 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Juli 2016, sind aber immer noch deutlich niedriger als im Sommer 2014, bevor die Märkte mit der Einpreisung der Erwartungen bezüglich des damals bevorstehenden APP begannen.

Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2017 zufolge wird sich das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet während des Projektionszeitraums (2017-2020) – vornehmlich aufgrund der sich verbessernden Konjunkturlage und sinkender Zinsausgaben – weiter verringern. Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte weitgehend neutral ausfallen. Die rückläufige Entwicklung der freilich immer noch hohen öffentlichen Schuldenquote im Eurogebiet wird sich laut Projektionen fortsetzen. Insbesondere Länder mit hohen Schuldenständen müssen zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen, um eine nachhaltige Absenkung ihrer gesamtstaatlichen Schuldenquote einzuleiten und wieder fiskalische Reserven aufzubauen.

Das öffentliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich während des Projektionszeitraums schrittweise verringern.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2017⁵ zufolge wird die Defizitquote im Euroraum von 1,5 % im Jahr 2016 auf 0,5 % im Jahr 2020 zurückgehen (siehe Tabelle). Diese im Vergleich zu den Projektionen vom September 2017 weitgehend unveränderte Verbesserung der Haushaltsaussichten ist vor allem der günstigen Konjunkturlage und sinkenden Zinsausgaben zuzuschreiben. Wie den Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 zu entnehmen ist, welche von den Euro-Ländern Mitte Oktober vorgelegt wurden, haben einige Staaten zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen vorgesehen; diese spiegeln sich allerdings nicht immer vollständig in den Projektionen wider, da dort nur Maßnahmen berücksichtigt werden, die von den nationalen Parlamenten bereits verabschiedet wurden bzw. deren Verabschiedung unmittelbar bevorsteht. Auf die Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 wird in Kasten 5 des vorliegenden Wirtschaftsberichts näher eingegangen. Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte im Projektionszeitraum weitgehend neutral ausfallen.⁶

Den Erwartungen zufolge werden die hohen öffentlichen Schuldenstände im Euro-Währungsgebiet weiter sinken.

So wird die Schuldenquote im Euroraum, die 2014 einen Höchststand erreicht hatte, wohl von 88,9 % im Jahr 2016 auf 80,7 % Ende 2020 zurückgehen. Dieser Rückgang ergibt sich in erster Linie aus einem steigenden Primärüberschuss und einem günstigen Zins-Wachstums-Differenzial, in dem sich die im Allgemeinen stabilen gesamtwirtschaftlichen Aussichten widerspiegeln. Die Schuldenquote ist etwas niedriger als in den Projektionen vom September 2017, was in erster Linie mit dem günstigeren Zins-Wachstums-Differenzial zusammenhängt. Auf Länderebene sollte sich die Entwicklung der öffentlichen Verschuldung während des Projektionszeitraums in den meisten Fällen

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

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. Nähere Einzelheiten zum Fiskalkurs im Euroraum finden sich in: EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

verbessern; in einigen Staaten ist jedoch mit einem Anstieg der Schuldenquote zu rechnen. Insbesondere in den hoch verschuldeten Staaten bedarf es zusätzlicher, vollständig den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) genügender Konsolidierungsanstrengungen, damit ein nachhaltiger Rückgang der Schuldenquoten eingeleitet werden kann. Ein Wiederaufbau fiskalischer Reserven würde die Anfälligkeit der Länder gegenüber einer neuerlichen Instabilität an den Finanzmärkten oder einem raschen Anstieg der Zinssätze reduzieren.

Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum

(in % des BIP)

	2016	2017	2018	2019	2020
a. Einnahmen insgesamt	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
b. Ausgaben insgesamt	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
Davon:					
c. Zinsausgaben	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
d. Primärausgaben (b - c)	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
Finanzierungssaldo (a - b)	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Primärsaldo (a - d)	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
Struktureller Primärsaldo	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
Bruttoverschuldung	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
Nachrichtlich: Reales BIP (Veränderung in %)	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

Quellen: Eurostat, EZB sowie EZB. Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2017.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Da in den Stabsprojektionen üblicherweise die jüngsten Datenrevisionen berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

Kästen

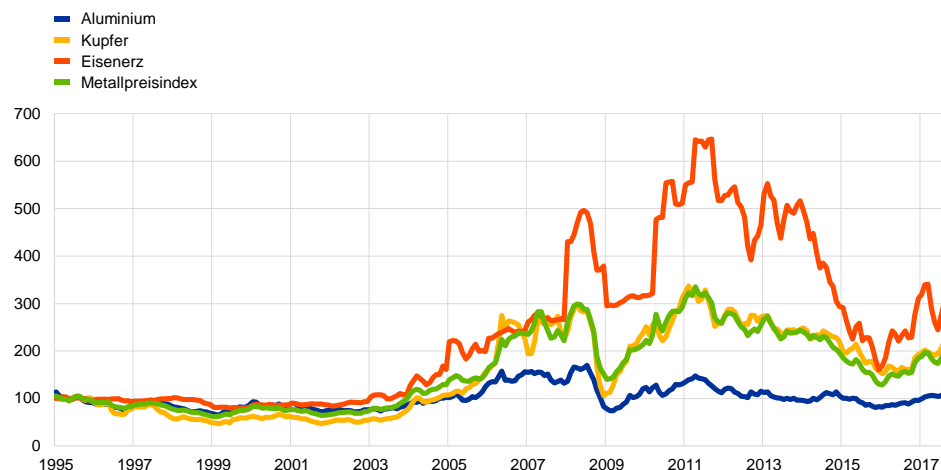
1 Bestimmungsfaktoren der Metallpreisentwicklung

Kenntnisse der Faktoren zu erlangen, welche die Metallpreise bestimmen, ist eine wesentliche Voraussetzung, um deren Auswirkungen auf die Preise im Euro-Währungsgebiet ermessen zu können. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welchen Triebkräften die Metallpreisentwicklung seit 1998 unterworfen war. Dabei werden insbesondere die starken Metallpreiserhöhungen im Zeitraum von Juni bis September 2017 analysiert, als sich sowohl Aluminium als auch Kupfer und Eisenerz zeitgleich um rund 10 % verteuerten.

Die Metallpreise finden zwar generell weniger Beachtung als Ölnotierungen, doch unterliegen auch sie seit Ende 2003 starken Schwankungen. Von 1995 bis Ende 2003 entwickelten sich die Metallpreise relativ stabil, stiegen dann bis Mitte 2011 kräftig an (abgesehen von einem leichten Rückgang während der weltweiten Rezession), gaben anschließend bis Anfang 2016 nach und zogen danach schließlich wieder an (siehe Abbildung A). Im September 2017 waren Metalle, angeführt von Eisenerz und Kupfer, etwa 75 % teurer als 1995, während die Aluminiumpreise in dieser Zeit stabiler blieben.

Abbildung A
Metallpreise

(Index: 1995=100)



Quellen: Bloomberg, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Im Metallpreisindex sind die Notierungen für Aluminium, Kupfer, Blei, Nickel, Stahlschrott, Zinn, Zink und Eisenerz erfasst. Die Gewichte basieren auf den Einfuhren der Euro-Länder (siehe Abbildung B).

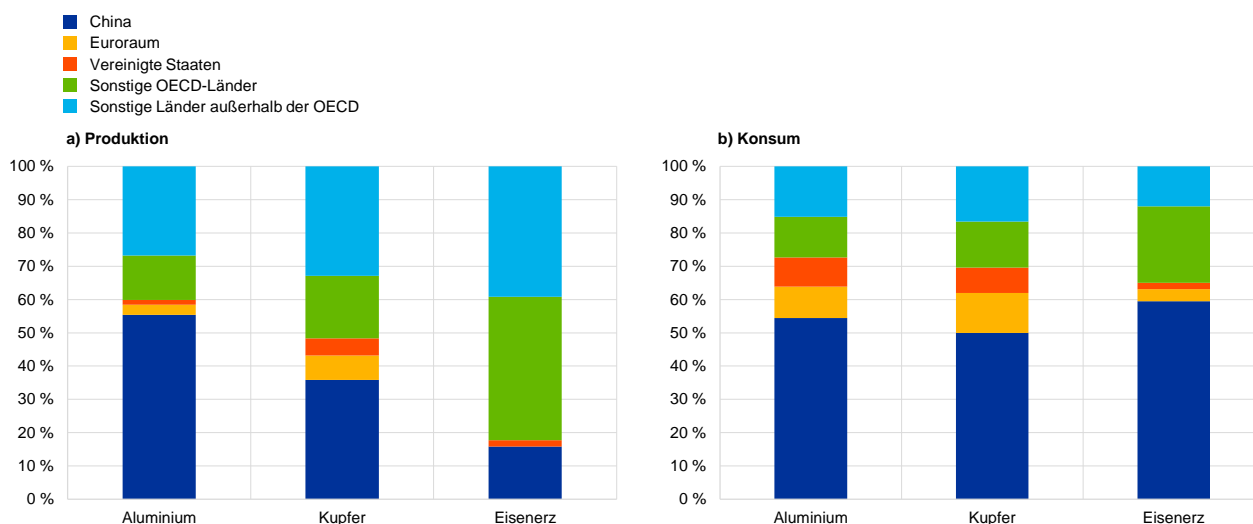
Vor dem Hintergrund des kräftigen Wirtschaftswachstums im vergangenen Jahrzehnt hat China beim Metallkonsum, aber auch bei der Produktion einiger Metalle eine führende Rolle übernommen (siehe Abbildung B). China verbraucht etwa 50 % bis 60 % der weltweit erzeugten Metalle und ist für ungefähr 50 % der globalen Aluminium- sowie 35 % der Kupferproduktion verantwortlich. Der Anteil Chinas am Eisenerzkonsum sank dagegen von 70 % im Jahr 2014 auf 60 % im

darauf folgenden Jahr. Dahinter verbarg sich eine allmähliche Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft von rohstoffintensiven Tätigkeiten hin zu Dienstleistungen. Darüber hinaus trugen Umweltbedenken zu einem Rückgang der Stahlerzeugung im Land und damit zu einem negativen Effekt auf die Eisenerznachfrage bei.

Abbildung B

Geografische Zusammensetzung von Metallproduktion und -konsum

(weltweiter Anteil im Jahr 2016 in %)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die in Grafik a) aufgeführten Daten zu Aluminium und Kupfer entstammen der World Bureau of Metal Statistics (WBMS) und spiegeln die Primär- bzw. die Raffinerieproduktion wider. Die Daten zu Eisenerz basieren auf den Angaben des United States Geological Survey (USGS) zur Bergbauproduktion von nutzbarem Eisenerz. Dieselben Datenquellen liegen dem in Grafik b) dargestellten Konsum zugrunde. Für 2016 liegen keine Angaben zum Eisenerzkonsum vor; stattdessen wurden die Daten für 2015 herangezogen.

Wenngleich die Schwankungen der Metallpreise in den letzten beiden Jahrzehnten vornehmlich auf Nachfragefaktoren zurückzuführen waren, deuten modellbasierte Schätzungen darauf hin, dass der jüngste Anstieg der Metallnotierungen auch durch angebotsseitige Faktoren bedingt war. Zur

Unterscheidung der wichtigsten Bestimmungsgrößen dieses Preissprungs wird ein dynamisches Faktormodell¹ auf eine breite Auswahl von Energie- und sonstigen Rohstoffpreisen angewandt. Bei diesem Ansatz wird unterstellt, dass rohstoffspezifische Schocks, wie beispielsweise Angebotsschocks auf einzelnen Rohstoffmärkten, der Tendenz nach idiosynkratisch verlaufen und sich damit bei Betrachtung eines großen Querschnitts verschiedener Rohstoffpreise nivellieren. Dauerhafte Veränderungen der gemeinsamen Komponente (globaler Faktor) weisen indes tendenziell eher auf Nachfrageverlagerungen hin, die durch den weltweiten Konjunkturzyklus verursacht werden. Der globale (Nachfrage-)Faktor erfasst einen Großteil der Metallpreisschwankungen und spielt seit Anfang der 2000er-Jahre eine wichtige Rolle, was sich hauptsächlich aus der wachsenden Bedeutung Chinas ergibt (siehe Abbildung C). Betrachtet man jedoch die jüngere Vergangenheit, so ging der gleichzeitige Anstieg der drei hier betrachteten Metallnotierungen im Zeitraum von Juni bis September 2017 um rund 10 % hauptsächlich auf die

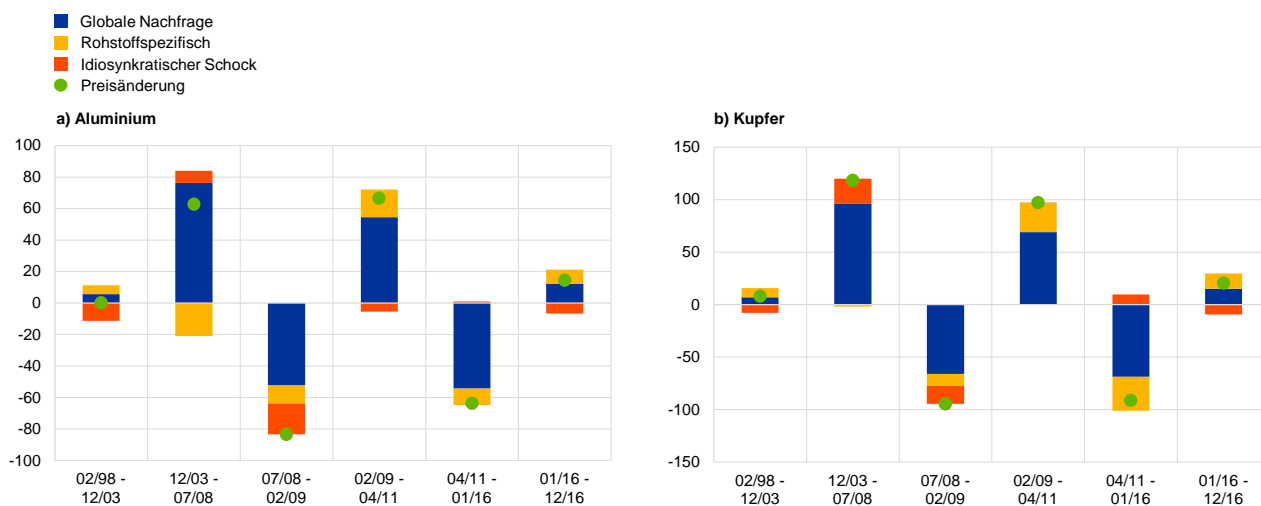
¹ Siehe S. Delle Chiaie, L. Ferrara und D. Giannone, Common factors of commodity prices, Working Paper Series der EZB, Nr. 2112, November 2017.

rohstoffspezifischen Komponenten zurück. Dies dürfte angebotsseitige Faktoren widerspiegeln, die als idiosynkratische und blockspezifische Beiträge abgebildet sind (siehe Abbildung D). Die zunehmende weltweite Nachfrage spielte ebenfalls eine gewisse Rolle, allerdings in geringerem Maße als angebotsseitige Faktoren.

Abbildung C

Wichtigste Bestimmungsfaktoren der Metallpreise in der Zeit von 1998 bis 2016

(Veränderung in %; Beiträge zu den Preisänderungen in Prozentpunkten)



Quelle: Delle Chiaie, Ferrara und Giannone (2017).

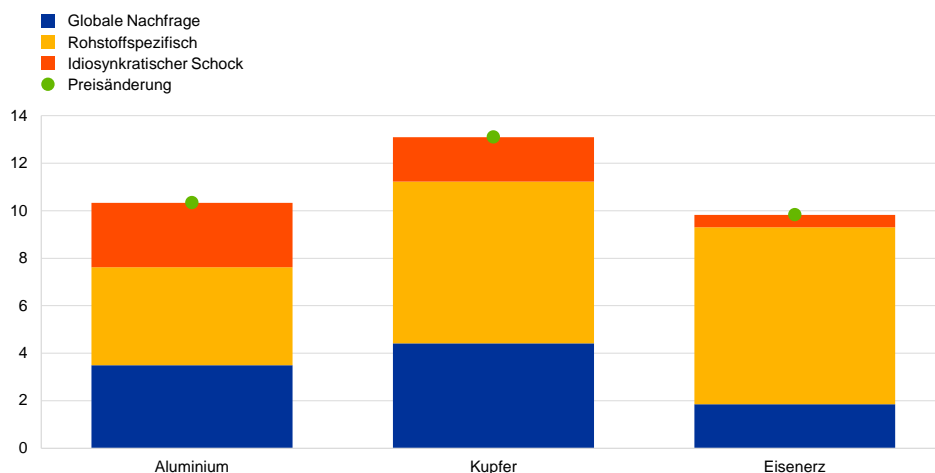
Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit der Entwicklung an den Metallmärkten in dieser Zeit.

In Chile und Peru war die Kupfererzeugung aufgrund der Wetterbedingungen und wegen der Streiks in einigen Minen rückläufig; zugleich trugen Lieferausfälle in Australien und Brasilien zu einem Anstieg der Eisenerznotierungen bei. Auch die Aluminiumpreise zogen an. Grund hierfür waren die kräftige globale Nachfrage sowie die Politik Chinas, durch Fabrikschließungen die Überproduktion abzubauen und die Umweltverschmutzung einzudämmen. Seit Anfang Oktober 2017 haben sich Metalle, vor allem aufgrund der Preisentwicklung bei Eisenerz, leicht verteuert (um rund 2 %). Ausschlaggebend für den Preisanstieg bei Eisenerz war die zunehmende Nachfrage nach hochwertigem Eisenerz im Zuge einer durch umweltpolitische Reformen herbeigeführten Umstrukturierung der chinesischen Stahlindustrie.

Abbildung D

Wichtigste Bestimmungsfaktoren des Metallpreisanstiegs in der Zeit von Juni bis September 2017

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Delle Chiaie, Ferrara und Giannone (2017; aktualisiert).

Anmerkung: Da es Qualitätsbedenken bezüglich der Datenreihe für Eisenerz gibt, ist diese historische Aufschlüsselung mit Vorsicht zu interpretieren. Daten zu den Eisenerzpreisen liegen erst ab 1995 vor; bis 2010 wurde ein Großteil der Eisenerzpreise anhand eines jährlich neu ausgehandelten Referenzpreises ermittelt.

Die meisten Prognosen zu den Kupfer-, Aluminium- und Eisenerznotierungen gehen trotz der jüngsten Metallverteuerung von einer Stabilisierung oder einem Rückgang der Preise aus.

Während die Terminmärkte auf eine Stabilisierung der Metallnotierungen schließen lassen, deuten die Vorhersagen von Consensus Economics auf einen Rückgang um etwa 7 % bis Mitte 2019 hin, da die gestiegene Nachfrage den Erwartungen zufolge durch ein höheres Angebot ausgeglichen wird. Laut den Prognosen der Weltbank werden die Metallpreise noch etwas stärker zurückgehen. Demnach dürften die Notierungen für Eisenerz bis Ende 2019 um rund 30 % nachgeben. Die Kupfer- und Aluminiumpreise werden den Erwartungen nach ebenfalls sinken, und zwar um rund 11 %. China wird aller Voraussicht nach eine entscheidende Rolle bei der Metallpreisentwicklung spielen, denn die Angebotsverknappung an den Metallmärkten wird hauptsächlich durch chinesische Umwelt- und Sicherheitsbestimmungen sowie die wachsende Nachfrage nach Metallen bestimmt; dies dürfte Eisenerz stärker betreffen als Kupfer und Aluminium. Zu den Aufwärtsrisiken für diese Prognosen zählen unvorhergesehene Produktionsausfälle. Abwärtsrisiken ergeben sich indessen daraus, dass der Nachfrageanstieg in China langsamer als erwartet verlaufen könnte und die Produktionsbeschränkungen in der chinesischen Schwerindustrie möglicherweise gelockert werden.

Die Entwicklung der Metallpreise beeinflusst die Bewertung der Inflationsoaussichten im Euroraum wie auch der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht.

Schwankungen der Metallpreise wirken sich vorrangig über ihren Einfluss auf die Produktions- und Vertriebskette auf die Inflation aus, da Metalle für den Konsum eine geringe Rolle spielen. Weil Preisbewegungen bei den Metallen darüber hinaus vor allem die Industrie und kaum den Dienstleistungssektor treffen, haben sie in Ländern mit einem großen Industriesektor eine stärkere Bedeutung als

in dienstleistungsorientierten Volkswirtschaften. Im Gegensatz zu Öl, das über die Energiekomponente des HVPI einen direkten Einfluss auf die Inflation hat, ist bei den Metallen lediglich ein geringer Effekt auf die Teuerung zu beobachten. Einige Schätzungen deuten darauf hin, dass ein Preisrückgang bei Industrierohstoffen um 10 % dazu führt, dass der HVPI des Eurogebiets ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel über einen Zeitraum von drei Jahren um 0,15 % sinkt.²

² Informationen zu den Auswirkungen der Rohstoffpreise finden sich in: B. Landau und F. Skudelny, Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1104, November 2009.

2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 26. Juli bis zum 31. Oktober 2017

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres (26. Juli bis 12. September sowie 13. September bis 31. Oktober 2017) betrachtet.

Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen in diesem Zeitraum unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 %.

Zugleich setzte das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen, Asset-Backed Securities und Wertpapieren des Unternehmenssektors im geplanten Umfang von durchschnittlich 60 Mrd € pro Monat fort. Dieses Volumen wird noch bis Ende Dezember 2017 beibehalten. Danach werden die Ankäufe bis September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus im Umfang von durchschnittlich 30 Mrd € pro Monat fortgeführt.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – belief sich im Berichtszeitraum auf 1 212,5 Mrd €, dies stellt eine Erhöhung um 43,7 Mrd € gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (also der dritten und vierten Erfüllungsperiode 2017) dar. Ursächlich hierfür war die Entwicklung der durchschnittlichen autonomen Faktoren (netto), die um 43,9 Mrd € stiegen und einen Höchststand von 1 090,2 Mrd € erreichten. Das Mindestreserve-Soll sank indes geringfügig um 0,2 Mrd € auf 122,2 Mrd €.

Die Zunahme der aggregierten autonomen Faktoren (netto), die impliziert, dass Liquidität abgeschöpft wurde, war im Wesentlichen durch einen Rückgang der Liquiditätszuführenden Faktoren bedingt. Hierzu trugen vor allem die Nettoforderungen in Fremdwährung bei, die sich im Berichtszeitraum um 33,0 Mrd € auf durchschnittlich 637,0 Mrd € verringerten. Die Nettoforderungen in Euro sanken ebenfalls: Sie betragen durchschnittlich 306,1 Mrd € und fielen damit 26,3 Mrd € geringer aus als im Referenzzeitraum zuvor.

Unterdessen gingen auch die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren zurück und glichen so die Entwicklung der liquiditätszuführenden Faktoren bis zu einem gewissen Grad aus. Den größten Beitrag leisteten dabei die sonstigen autonomen Faktoren, die sich um 30,1 Mrd € auf 690,3 Mrd € verringerten. Ein Anstieg des Banknotenumlaufs und eine Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte um 11,5 Mrd € bzw. 3,4 Mrd € hatten einen gegenläufigen Effekt auf die Höhe der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren.

Die Volatilität der autonomen Faktoren war nach wie vor erhöht und blieb gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum weitgehend unverändert.

Volatilitätsursachen waren in erster Linie Schwankungen sowohl bei den Einlagen öffentlicher Haushalte als auch bei den Nettoforderungen in Euro.

Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

	26. Juli 2017 bis 31. Oktober 2017	3. Mai 2017 bis 25. Juli 2017	Sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode		
Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Autonome Liquiditätsfaktoren	2 033,1	(-15,3)	2 048,3	2 046,7	(+27,2)	2 019,5	(-52,2)
Banknotenumlauf	1 142,7	(+11,5)	1 131,2	1 142,8	(+0,3)	1 142,5	(+6,2)
Einlagen öffentlicher Haushalte	200,1	(+3,4)	196,7	218,3	(+36,4)	181,8	(-47,9)
Sonstige autonome Faktoren	690,3	(-30,1)	720,5	685,6	(-9,5)	695,1	(-10,4)
Guthaben auf Girokonten	1 248,0	(+74,0)	1 174,0	1 253,3	(+10,5)	1 242,7	(+73,5)
Geldpolitische Instrumente	752,0	(+35,0)	717,0	770,4	(+36,7)	733,6	(+15,7)
Mindestreserve-Soll	122,2	(-0,2)	122,5	122,3	(+0,1)	122,2	(-0,4)
Einlagefazilität	629,8	(+35,2)	594,5	648,1	(+36,6)	611,4	(+16,1)
Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Autonome Liquiditätsfaktoren	943,2	(-59,2)	1 002,4	937,0	(-12,3)	949,3	(-34,0)
Nettoforderungen in Fremdwährung	637,0	(-33,0)	670,0	635,0	(-4,0)	639,0	(-17,8)
Nettoforderungen in Euro	306,1	(-26,3)	332,4	302,0	(-8,3)	310,3	(-16,2)
Geldpolitische Instrumente	2 966,8	(+152,3)	2 814,4	3 010,2	(+85,9)	2 924,3	(+71,4)
Offenmarktgeschäfte	2 966,5	(+152,3)	2 814,2	3 010,0	(+86,0)	2 924,0	(+71,4)
Tendergeschäfte	772,7	(-6,0)	778,7	771,6	(-2,2)	773,8	(-2,7)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	6,1	(-5,4)	11,5	6,7	(+1,2)	5,5	(-3,9)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	8,4	(+2,3)	6,1	8,3	(-0,2)	8,5	(+1,8)
Erste Serie gezielter LRGs (GLRG I)	18,6	(-2,6)	21,1	17,2	(-2,7)	19,9	(-0,6)
Zweite Serie gezielter LRGs (GLRG II)	739,6	(-0,3)	739,9	739,4	(-0,5)	739,8	(-0,1)
Outright-Geschäfte	2 193,8	(+158,3)	2 035,5	2 238,4	(+88,2)	2 150,2	(+74,1)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	7,2	(-0,8)	8,0	6,9	(-0,5)	7,4	(-0,3)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	4,9	(-0,7)	5,5	4,8	(-0,1)	4,9	(-0,4)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	229,7	(+8,4)	221,3	232,7	(+5,8)	226,9	(+3,6)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	91,2	(-7,2)	98,3	90,5	(-1,2)	91,8	(-6,5)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	24,6	(+0,6)	24,0	24,6	(-0,1)	24,6	(+0,4)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	1 725,5	(+139,9)	1 585,6	1 762,6	(+73,4)	1 689,2	(+69,5)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	110,8	(+18,0)	92,8	116,2	(+10,8)	105,4	(+7,7)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	(+0,0)	0,2	0,2	(-0,1)	0,3	(+0,0)
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Aggregierter Liquiditätsbedarf	1 212,5	(+43,7)	1 168,7	1 232,3	(+39,7)	1 192,6	(-18,7)
Autonome Faktoren ¹	1 090,2	(+43,9)	1 046,3	1 110,0	(+39,6)	1 070,4	(-18,2)
Überschussliquidität	1 755,3	(+109,5)	1 645,8	1 778,8	(+47,1)	1 731,7	(+90,1)
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	-0,357	(+0,001)	-0,358	-0,359	(-0,003)	-0,356	(+0,003)

Quelle: EZB.

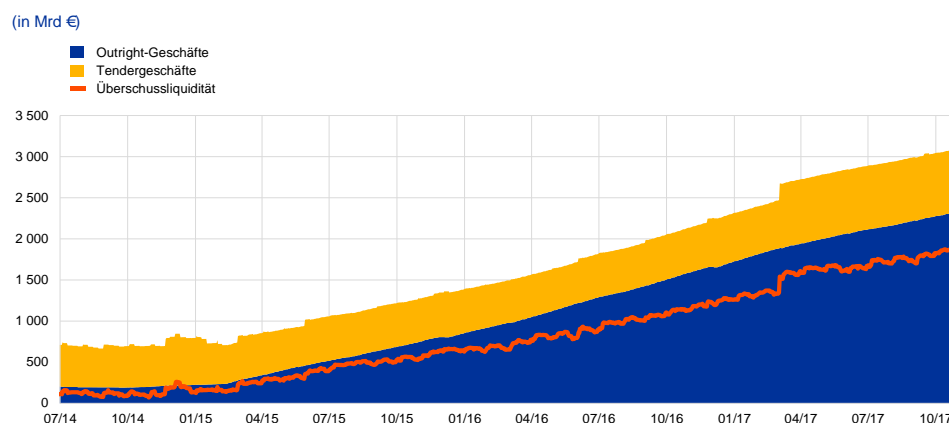
Anmerkung: Die in der Tabelle aufgeführten Zahlen sind gerundet. Daher ist zwischen den ausgewiesenen Veränderungen gegenüber der Vorperiode und der Differenz zwischen den Zahlen für die betreffenden Zeiträume eine rundungsbedingte Abweichung um 0,1 Mrd € möglich.

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

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (Tendergeschäfte und Ankäufe im Rahmen des APP) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich um 152,3 Mrd € auf 2 966,5 Mrd € (siehe Abbildung). Dieser Anstieg war ausschließlich durch das APP bedingt. Die Nachfrage nach Tendergeschäften ging unterdessen leicht zurück.

Entwicklung der Offenmarktgeschäfte und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte verringerte sich im Referenzzeitraum geringfügig um 6,0 Mrd € auf 772,7 Mrd €. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie ein Rückgang der im Schnitt über HRGs zugeteilten Liquidität um 5,4 Mrd €. Der durchschnittliche ausstehende Betrag der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sank infolge der freiwilligen vorzeitigen Rückzahlungen von Mitteln aus diesen Operationen ebenfalls leicht (um 2,8 Mrd €). Die über dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) bereitgestellte Liquidität erhöhte sich hingegen im Schnitt um 2,3 Mrd €.

Die über die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems zugeführte Liquidität stieg angesichts der APP-Ankäufe um 158,3 Mrd € auf durchschnittlich 2 193,8 Mrd € an. Die 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) nahm im Schnitt um 139,9 Mrd €, 8,4 Mrd €, 0,6 Mrd € bzw. 18,0 Mrd € zu. Der Liquiditätsrückgang aufgrund von Tilgungen im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) und der ersten beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP und CBPP2) belief sich auf insgesamt 8,6 Mrd €.

Überschussliquidität

Infolge der oben beschriebenen Entwicklungen stieg die durchschnittliche Überschussliquidität im Vergleich zum vorangegangenen Berichtszeitraum um 109,5 Mrd € auf 1 755,3 Mrd € (siehe Abbildung). Wie bereits erwähnt, spiegelt diese Zunahme größtenteils die Liquiditätszuführung über das APP im Umfang von monatlich 60 Mrd € wider, die durch einen höheren Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren teilweise kompensiert wurde. Eine genauere Analyse des Beobachtungszeitraums zeigt, dass sich die Überschussliquidität in der fünften Erfüllungsperiode aufgrund der Ankäufe im Rahmen des APP und einer Verringerung der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren (die vor allem aus gesunkenen Einlagen öffentlicher Haushalte resultierte) um 90,1 Mrd € erhöhte. In der sechsten Erfüllungsperiode war ein geringerer Anstieg der Überschussliquidität (um 47,1 Mrd €) zu verzeichnen, da die Liquiditätszuführung über das APP durch eine Zunahme des aggregierten Liquiditätsbedarfs des Bankensektors infolge vermehrter Einlagen öffentlicher Haushalte bis zu einem gewissen Grad aufgezehrt wurde.

Der höheren Überschussliquidität entsprach ein Anstieg der durchschnittlichen Giroguthaben der Banken beim Eurosystem um 74,0 Mrd € auf 1 248,0 Mrd € im Berichtszeitraum. Zugleich erhöhte sich die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität um weitere 35,2 Mrd € auf 629,8 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 -0,357 % nach -0,358 % im vorherigen Betrachtungszeitraum. Dabei bewegte er sich innerhalb der engen Bandbreite von -0,345 % (am 31. August) bis -0,366 % (Mitte September 2017).

Die durchschnittlichen Übernachtsätze für Repogeschäfte am besicherten Markt bei GC Pooling für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb gaben im Vergleich zum vorangegangenen Berichtszeitraum geringfügig nach. Für den Standardsicherheitenkorb lag der entsprechende Übernachtsatz bei -0,437 % und für den erweiterten Sicherheitenkorb im Schnitt bei -0,402 %.

Im September 2017 fiel der zum Quartalsultimo übliche Rückgang der wichtigsten Reposätze ähnlich aus wie im Juni, aber schwächer als zum Quartalsende im März 2017 und zum Jahresende 2016. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihr Sicherheitenmanagement inzwischen effizienter gestalten. Ferner lässt diese Entwicklung darauf schließen, dass sich aus der Möglichkeit zur Hinterlegung von Barsicherheiten für Wertpapierleihgeschäfte im Rahmen des PSPP positive Effekte ergeben haben.

3 Die dynamische Entwicklung umfragebasierter Indikatoren und ihre Aussagekraft für die Tiefe und Breite des realen BIP-Wachstums

Aktuelle Meinungsumfragen deuten auf einen soliden Anstieg des realen BIP hin, was die Frage aufwirft, ob mit einer Fortsetzung dieser kräftigen Wachstumsdynamik gerechnet werden kann. So haben beispielsweise „weiche“

Daten, die aus den beiden bekanntesten Erhebungen für das Eurogebiet – den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und der Einkaufsmanagerumfrage von IHS Markit – gewonnen wurden, zuletzt eine beachtliche Dynamik aufgewiesen, was auf ein solides Wachstum der Wirtschaft im Euroraum schließen lässt. Beide Erhebungen werden von Analysten und politischen Entscheidungsträgern genau beobachtet, gelten sie doch als zeitnahe und oft eindeutige Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung. Die Umfrageergebnisse werden monatlich (ab der dritten Woche des jeweiligen Referenzmonats) veröffentlicht, wohingegen die vorläufige BIP-Schnellschätzung erst 30 Tage nach Ende des Referenzquartals herausgegeben wird. Im vorliegenden Kasten wird auf jeweils eine wichtige Datenreihe aus beiden Erhebungen eingegangen, nämlich auf den Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und auf den Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie. Diese Indikatoren korrelieren in der Regel am besten mit der Entwicklung des realen BIP.

Der ESI und der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie sind nützliche Indikatoren zur Abschätzung von Veränderungen des realen BIP, weisen aber methodische Unterschiede auf. Die Umfragen der Europäischen Kommission zeichnen sich durch eine breite Abdeckung von Ländern (alle Länder des Euro-Währungsgebiets mit Ausnahme Irlands) und Sektoren, eine Vielzahl an Fragen und einen großen Stichprobenumfang (75 000 Unternehmen des privaten Sektors und 26 000 Konsumenten) aus. So kann ein genaues Bild von der wirtschaftlichen Entwicklung gezeichnet werden. Der ESI umfasst Vertrauensindikatoren für fünf Sektoren, denen jeweils im Schnitt zwei bis vier Teilfragen zugeordnet sind. Einige dieser Fragen beziehen sich auf die Auftragslage und die erwartete Produktion/ Nachfrage oder Beschäftigungsentwicklung und somit zukunftsgerichtet. Beim ESI werden die Industrie mit 40 %, der Dienstleistungssektor mit 30 %, die Verbraucher (private Haushalte) mit 20 % und der Einzelhandel sowie das Baugewerbe mit jeweils 5 % gewichtet.³ Ein Schwachpunkt dieses Indikators besteht allerdings darin, dass er keine Finanzdienstleistungen enthält, obwohl sich der Finanzsektor auf das reale BIP auswirkt und die Entwicklung in diesem Sektor ganz anders verlaufen kann als in der übrigen Wirtschaft, wie sich während der Finanzkrise gezeigt hat.

³ Siehe S. Gelper und C. Croux, On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 72(1), Februar 2010, S. 47-62; V. Pošta und Z. Pikhart, The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies, Statistika, 49(1), 2012, S. 41-55; P. Sorić, I. Lolić und M. Čižmešija, European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal, in: Quality & Quantity – International Journal of Methodology, 50(5), September 2016, S. 2025-2054.

Der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie leitet sich aus den Antworten auf die Frage nach der Produktionsveränderung gegenüber dem Vormonat ab, wobei drei Antwortmöglichkeiten vorgegeben sind: Die Produktion ist gestiegen, gleich geblieben oder gesunken. Der Dienstleistungsbereich (der 2 000 Unternehmen des privaten Sektors aus den vier größten Euro-Ländern sowie Irland umfasst) wird mit 65 % gewichtet, und die Produktion im verarbeitenden Gewerbe (mit 3 000 Unternehmen auf Länderebene, darunter auch die Niederlande, Österreich und Griechenland) erhält eine Gewichtung von 35 %. Somit bleiben bedeutende Sektoren, wie etwa die öffentlichen Dienstleistungen und das nicht verarbeitende Gewerbe (vor allem das Baugewerbe), unberücksichtigt.

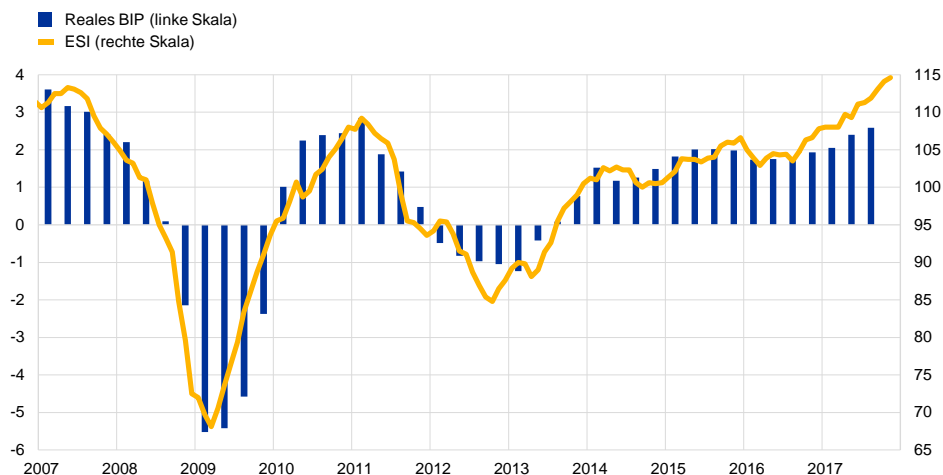
Der ESI und der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie lassen für das Schlussquartal 2017 auf ein anhaltend kräftiges Wirtschaftswachstum im Euroraum schließen. Wie in Abbildung A veranschaulicht, bildet der ESI konstruktionsgemäß die aktuelle Entwicklung des realen BIP im Vorjahrsvergleich ab.⁴ Die enge Korrelation zwischen dem ESI und der jährlichen Änderungsrate des realen BIP weist auf ein anhaltend solides Wirtschaftswachstum im vierten Quartal hin. Die zuletzt beobachtete Abweichung zwischen dem ESI und dem jährlichen BIP-Wachstum lässt sich zum Teil damit erklären, dass die jüngste Aufwärtsbewegung des ESI weitgehend mit den ihm zugrunde liegenden zukunftsgerichteten Komponenten zusammenhängt. Die aktuelle Verbesserung dieses Indikators kann also auch als Indiz für eine über das vierte Quartal hinausgehende solide Entwicklung gewertet werden.

⁴ Empirische Belege unter Einbeziehung eines Vergleichs der beiden Erhebungen sowie der Veränderungen des realen BIP gegenüber dem Vorquartal und gegenüber dem Vorjahr finden sich in: Europäische Kommission, European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017, Special topic „ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance“, European Economy Technical Paper, Nr. 17, Juli 2017, S. 18-26. Nähere Einzelheiten zu einer EMI-basierten Größe zur Verfolgung des BIP, darunter auch ein Vergleich mit den ersten BIP-Schnellschätzungen, finden sich in: G. J. de Bondt, Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?, Konferenzpapier im Rahmen der EcoMod2012, Juli 2012. Aktualisierte Ergebnisse für den EMI einschließlich einer Reihe von Stabilitätstests zeigen, dass keine Anzeichen einer signifikanten Veränderung des Zusammenhangs zwischen EMI und BIP vorliegen.

Abbildung A

Reales BIP im Euroraum und Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI)

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

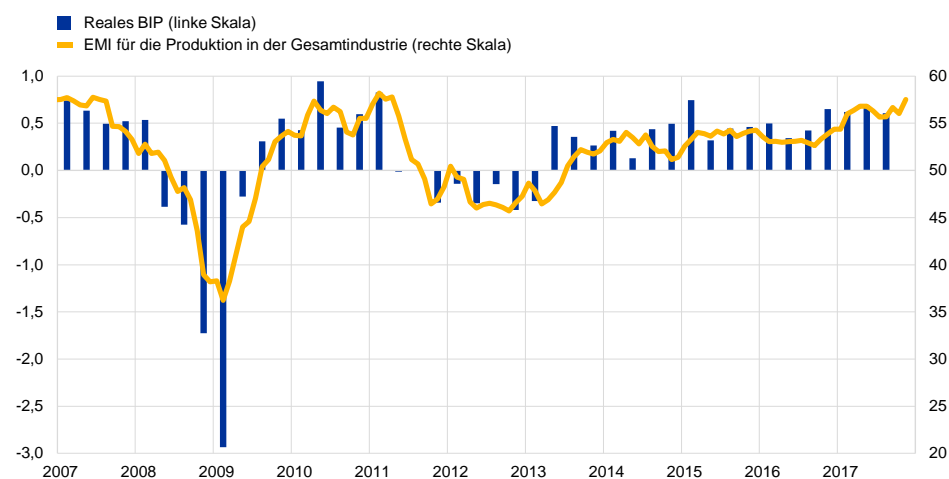
Mithilfe des EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie lassen sich Veränderungen des realen BIP-Wachstums gegenüber dem Vorquartal verfolgen. Eine einfache EMI-basierte Regel zur Verfolgung des BIP-Wachstums ist in Abbildung B dargestellt. Demzufolge entspricht eine Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorquartal 10 % des Quartalsdurchschnitts des EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie abzüglich 50. Der Zusammenhang zwischen der Veränderung des realen BIP zum Vorquartal und dem EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie hat sich zeitweise tendenziell abgeschwächt. Dies gilt insbesondere für die ersten Jahre der Finanzkrise (2008/2009). Seit Beginn der Veröffentlichung einer Schnellschätzung des BIP für den Euroraum im Jahr 2003 hat sich diese einfache Regel zur Verfolgung der BIP-Entwicklung bei der Vorhersage der für Kalenderjahre veröffentlichten finalen BIP-Zahlen in etwa der Hälfte des Betrachtungszeitraums dennoch als zutreffender erwiesen als die ersten Datenveröffentlichungen zum BIP. Dieser Regel zufolge entspricht das Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2017 weitgehend den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2017, die vierteljährlich vom Eurosystem bzw. von der EZB erstellt werden.⁵

⁵ Siehe EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2017, veröffentlicht am 14. Dezember 2017 auf der Website der EZB.

Abbildung B

Reales BIP im Euroraum und Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat und IHS Markit.

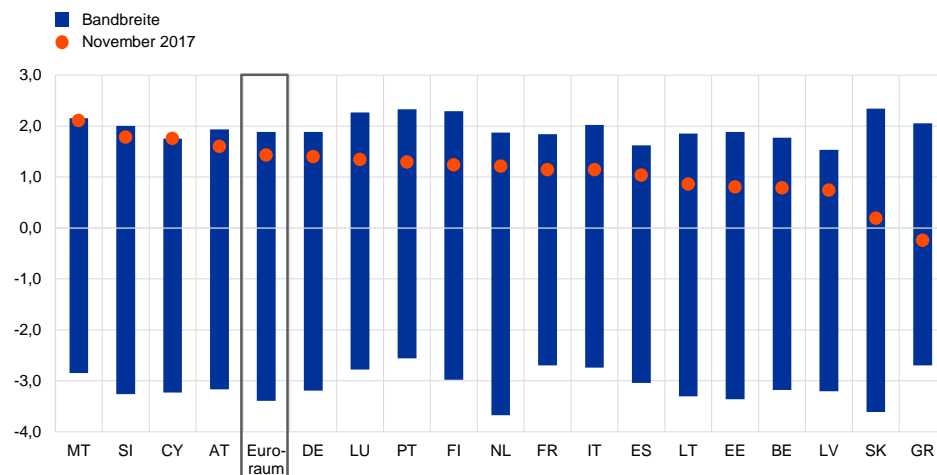
Die Entwicklung des ESI lässt darauf schließen, dass der Anstieg des realen BIP im Euroraum – zumindest in den meisten Ländern – auf kurze Sicht unvermindert anhalten wird.

Angesichts seines Abdeckungsgrads eignet sich der ESI besser für eine genauere länderbezogene und sektorale Betrachtung als der EMI. Den für November 2017 verfügbaren ESI-Ergebnissen zufolge (siehe die roten Punkte in Abbildung C) befindet sich der Indikator für alle Länder des Eurogebiets mit Ausnahme Griechenlands oberhalb seines langfristigen Durchschnitts (dargestellt als Nulllinie). Ferner übertrifft er in allen Ländern (außer den drei baltischen Staaten, Belgien, der Slowakei und Griechenland) derzeit seinen Durchschnittswert um mehr als eine Standardabweichung. In Malta und Zypern verzeichnete der ESI im November jeweils einen historischen Höchststand, wie aus der Position der roten Punkte am oberen Balkenende hervorgeht.

Abbildung C

Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI)

(standardisierte Werte)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blauen Balken zeigen den Höchst- und Tiefstand seit Beginn der jeweiligen Länderreihen, die roten Punkte markieren die jüngsten Ergebnisse, und die Nulllinie bildet den Durchschnitt ab.

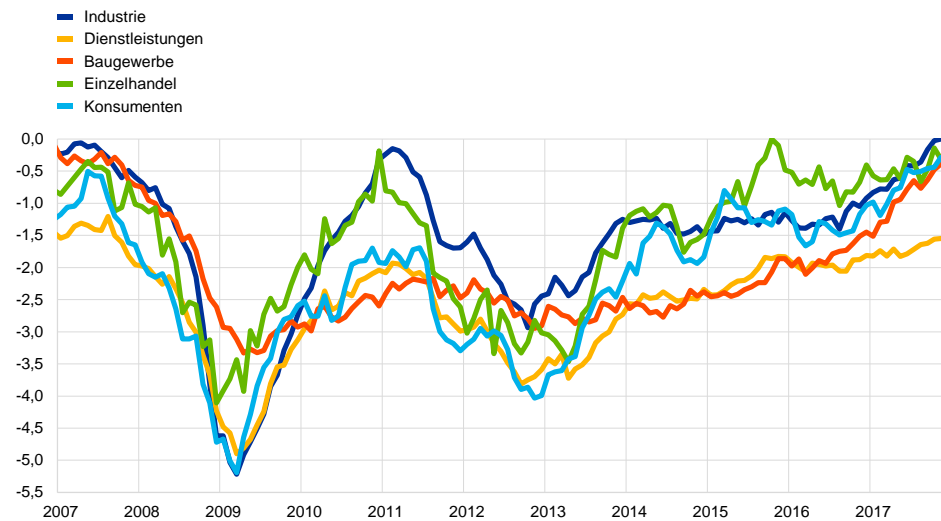
Auch auf Ebene der Sektoren zeigt sich ein weitgehend positives Bild mit einem hohen Vertrauen in den meisten Wirtschaftszweigen des Eurogebiets.

Im November 2017 lagen die Vertrauensindikatoren, die dem ESI zugrunde liegen, im verarbeitenden Gewerbe auf einem Rekordhoch, und auch für den Sektor der privaten Haushalte (Konsumenten), den Einzelhandel und das Baugewerbe wurde ein Stand in der Nähe des jeweiligen Allzeithochs verzeichnet (siehe Abbildung D). Vor allem im Baugewerbe war ein deutlicher konjunktureller Aufschwung zu beobachten. Im Gegensatz dazu fielen die jüngsten Ergebnisse für den Dienstleistungssektor vergleichsweise schwach aus, wenngleich sie immer noch über dem langfristigen Durchschnitt und auch über dem letzten Höchststand aus dem Jahr 2011 lagen. Diese sektoralen Unterschiede sind für die Wirtschaftsentwicklung von Bedeutung. So ergibt beispielsweise eine auf Basis der sektoralen Gewichtung des EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie (65 % für Dienstleistungen und 35 % für die Industrie) durchgeführte Aggregation der von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikatoren für den Dienstleistungssektor und die Industrie eine deutlich niedrigere Schätzung für das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2017 gegenüber dem Vorjahr, als sich aus dem ESI ablesen lässt (siehe Abbildung A). Insgesamt weisen die Angaben zu den einzelnen Sektoren darauf hin, dass alle Wirtschaftszweige derzeit zum Wachstum beitragen, wenn auch in unterschiedlichem Maße.

Abbildung D

Vertrauen in den einzelnen Sektoren

(standardisierte Werte der Abweichung vom Höchststand)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zum Vertrauen in den einzelnen Sektoren werden seit Januar 1985 berechnet. Eine Ausnahme bilden die Dienstleistungen, für die entsprechende Daten seit April 1995 ermittelt werden.

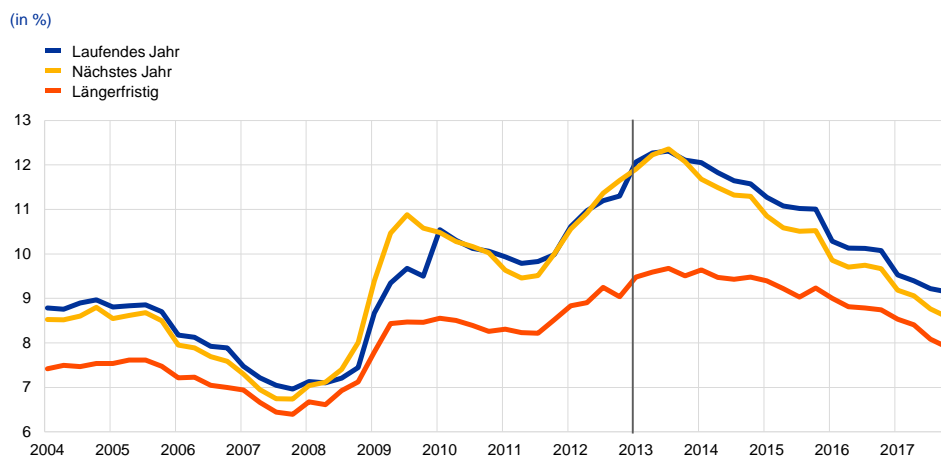
4 Welche Erkenntnisse lassen sich aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB bezüglich der Wahrnehmung der Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet ziehen?

In den zurückliegenden zehn Jahren waren die Arbeitsmärkte im Euroraum einer Reihe von Schocks ausgesetzt, die zu umfangreichen Schwankungen der Arbeitslosenquote und des Lohnwachstums geführt haben. In Reaktion auf diese Entwicklung haben professionelle Prognostiker ihre Erwartungen hinsichtlich der Arbeitslosenquote und des jährlichen Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (hier als „Lohnwachstum“ bezeichnet) wiederholt sowohl nach oben als auch nach unten korrigiert. Im vorliegenden Kasten werden die Revisionen der Erwartungen untersucht, die im Rahmen des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) gemeldet wurden. Anschließend werden diese Erwartungen den tatsächlichen Ergebnissen gegenübergestellt.

Von 2008 bis 2013 haben die SPF-Teilnehmer ihre Erwartungen aufgrund der wirtschaftlichen Rückschläge im Zusammenhang mit der Finanz- und der Staatsschuldenkrise schrittweise korrigiert, und zwar hinsichtlich der Arbeitslosenquote nach oben und in Bezug auf das Lohnwachstum nach unten (siehe Abbildung A und B). Dies steht im Einklang mit dem klassischen Konzept von Arbeitslosigkeit als Hauptursache für die Unterauslastung am Arbeitsmarkt und damit der Mengen- und Preis-Dynamik in diesem Markt: Je mehr Arbeitslose um Arbeitsplätze konkurrieren, desto niedrigere Löhne müssen die Firmen anbieten, um Arbeitskräfte einzustellen bzw. zu halten. Dieser Gleichlauf war 2010 und 2011 während des temporären Aufschwungs auch in der Gegenrichtung zu beobachten, als die Erwartungen zum Lohnwachstum auf kürzere Sicht nach oben revidiert wurden, während zugleich eine Verringerung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt prognostiziert wurde (was aus dem sich verengenden Abstand zwischen den kürzer- und den längerfristigen Erwartungen zur Arbeitslosenquote hervorging). Im Jahr 2013 hingegen änderte sich das Bild, als die Erwartungen sowohl in Bezug auf die Arbeitslosenquote als auch den Lohnzuwachs sukzessive nach unten korrigiert wurden.

Abbildung A

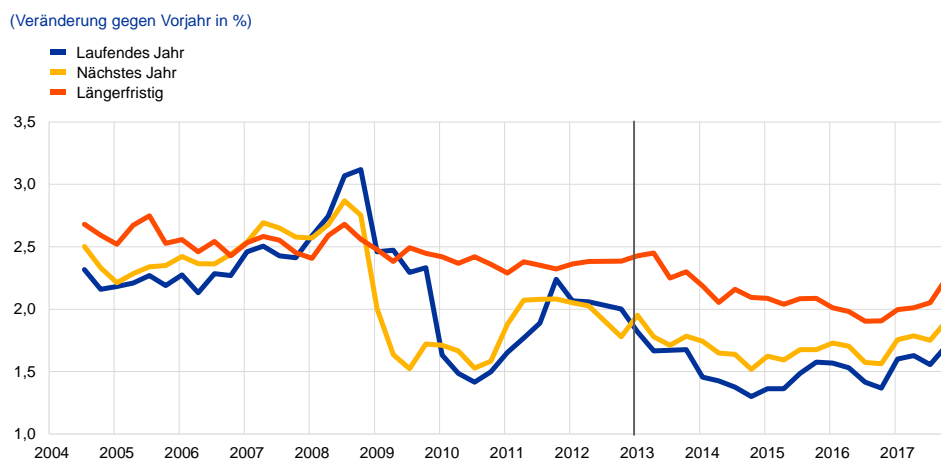
Erwartungen in Bezug auf die Arbeitslosenquote



Quellen: SPF und EZB-Berechnungen.

Abbildung B

Erwartungen in Bezug auf das Lohnwachstum



Quellen: SPF und EZB-Berechnungen.

Bis zum Jahr 2013 spiegelten SPF-Prognosefehler tendenziell jene bei der Arbeitslosigkeit wider: Episoden von unerwartet schwachem Lohnzuwachs fielen zusammen mit einer unerwartet hohen Arbeitslosenquote und umgekehrt (siehe Abbildung C).⁶ Nach 2013 änderte sich jedoch nicht nur das Verlaufsmuster der Revisionen bei den Prognosen zur Arbeitslosigkeit und zum Lohnwachstum, sondern auch das Muster der Prognosefehler. Sowohl das Lohnwachstum als auch die Arbeitslosenquote wurden von 2013 bis 2015 im Rahmen des SPF gleichzeitig überschätzt, und in Anbetracht der in der jüngeren Vergangenheit erzielten Umfrageergebnisse erscheint diese Fehlerkonstellation ungewöhnlich. Zudem zeigte sich dieses Muster nicht nur in den durchschnittlichen,

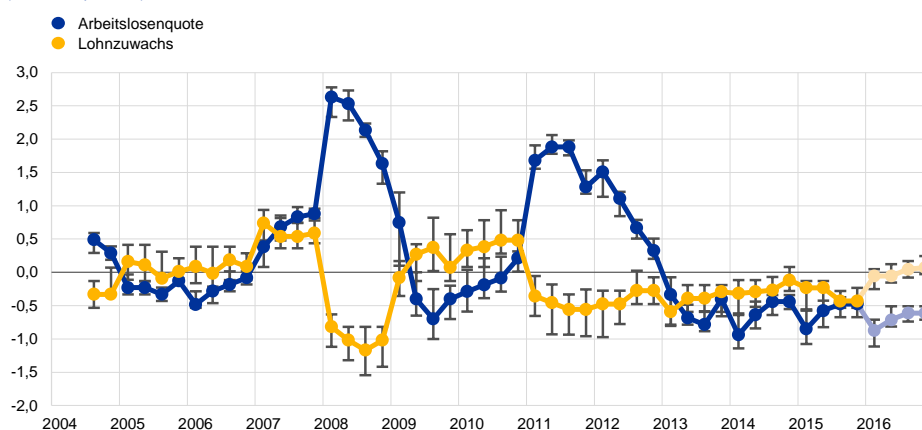
⁶ Im SPF werden seit 2004 die (für standardisierte Zeithorizonte) erwarteten Jahreswachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (d. h. der Lohnzuwachs) erhoben.

sich aus dem SPF ergebenden Vorhersagen, sondern war auch bei der großen Mehrheit der einzelnen Prognostiker festzustellen. Die Intervallklammern in Abbildung C verdeutlichen die Bandbreite der individuellen Prognosefehler (ermittelt als Interquartilsspanne). Im Zeitraum von 2013 bis 2015 liegen diese Intervallklammern meist unter der Nulllinie, was darauf hindeutet, dass eine große Mehrheit der Befragten sowohl den Lohnzuwachs als auch die Arbeitslosigkeit überschätzt hat.

Abbildung C

Kurzfristige SPF-Prognosefehler in Bezug auf die Arbeitslosenquote und das Lohnwachstum

(in Prozentpunkten)



Quellen: SPF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Projektionshorizont ist das nächste Kalenderjahr; das angegebene Datum bezieht sich auf das Umfragedatum. Die Abbildung zeigt den Median und die Interquartilsspanne der Mikrodaten der SPF-Prognose. Prognosefehler werden definiert als das Ergebnis anhand der jüngsten Angaben abzüglich der Erwartungen. Die jüngsten Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer beziehen sich auf das dritte Quartal 2017. Die jüngsten SPF-Erwartungen für den Zeithorizont „nächstes Kalenderjahr“, die definitiv bewertet werden können, sind die in den 2015 durchgeführten Befragungen ermittelten Erwartungen für das Jahr 2016. Allerdings bietet diese Abbildung auch eine erste Bewertung der in der 2016 durchgeführten Umfragerunde gemeldeten Erwartungen für 2017, wobei die Annahme gilt, dass die Daten für das Schlussquartal mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2017 im Einklang stehen. Das Muster der Prognosefehler bei Arbeitslosigkeit und Lohnwachstum für den Zeithorizont „übernächstes Kalenderjahr“ (der bis 2013 lediglich in den Befragungen im dritten und vierten Quartal erhoben wurde) ist ähnlich.

Dieses seit 2013 beobachtete historisch ungewöhnliche Muster der Prognosefehler lässt möglicherweise auf einen strukturellen Bruch bei der Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum schließen. Vor allem deutet das Muster darauf hin, dass – obwohl die Unterauslastung am Arbeitsmarkt (gemessen an der Arbeitslosigkeit) niedriger als erwartet war – andere Faktoren weiterhin das Lohnwachstum dämpften. Mögliche Faktoren sind eine angesichts der Tiefe der Krise und im Nachgang zu den Arbeitsmarktreformen höhere Lohnflexibilität, ein stärkerer Anstieg von Arbeitsplätzen mit geringerer Produktivität sowie die Auswirkungen des Niedriginflationsumfelds.⁷ Dieses Muster könnte auch darauf hindeuten, dass die Arbeitslosenquote derzeit die insgesamt am Arbeitsmarkt vorhandene Unterauslastung unterzeichnet. So kann ein erhöhter Anteil an teilzeitbeschäftigten Arbeitnehmern, die ihre Arbeitszeit erhöhen möchten, oder an Personen mit geringer Arbeitsmarktbindung dazu geführt haben, dass die Beschäftigung gestiegen ist, ohne dass dies

⁷ Siehe EZB, Jüngste Trends bei der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

zu signifikanten Lohnsteigerungen geführt hat. Dies entspricht den Ergebnissen der Umfrage für das zweite Quartal 2017: Die Befragten, die eine Risikoeinschätzung zur Lohnentwicklung abgeben sollten, hoben die hinsichtlich der Reaktion der Löhne auf die Unterauslastung bestehende Unsicherheit sowie die Gefahr hervor, dass die Löhne weniger stark als erwartet steigen könnten, falls Arbeitskräfte mit geringer Arbeitsmarktbindung im Zuge der sich fortsetzenden Wirtschaftserholung an den Arbeitsmarkt zurückkehren.

Allerdings könnte sich der Einfluss der hinter der jüngsten ungewöhnlichen Arbeitsmarktentwicklung stehenden Faktoren bereits wieder abschwächen.

Über alle Prognosehorizonte hinweg wurden 2017 höhere Erwartungen in Bezug auf das Lohnwachstum verzeichnet. So zeigt vor allem der jüngste SPF (für das vierte Quartal 2017), dass die Erwartungen in Bezug auf den Lohnzuwachs auf längere Sicht jetzt mehr als die Hälfte des von 2013 bis 2016 verzeichneten Rückgangs wieder aufgeholt haben (siehe Abbildung B). Dies könnte wiederum ein Anzeichen dafür sein, dass die den Lohnanstieg dämpfenden Faktoren in der Wahrnehmung nun an Einfluss verlieren.

5 Zur Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung für 2018

Am 22. November 2017 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Stellungnahmen zu den von den Regierungen der Euro-Länder vorgelegten Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 sowie eine Analyse der Gesamthaushaltssituation im Euro-Währungsgebiet. In den einzelnen Stellungnahmen wird beurteilt, inwieweit das betreffende Land in seiner Haushaltsplanung die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) einhält, und ob den Leitlinien Folge geleistet wird, die in den am 11. Juli 2017 vom Rat für Wirtschaft und Finanzen verabschiedeten länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2017 festgelegt wurden.⁸

Insgesamt sehen die Haushaltsplanungen eine weitgehend neutrale Ausrichtung der Finanzpolitik in Bezug auf die Unterstützung der wirtschaftlichen Entwicklung im Eurogebiet vor, wobei erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen. Einige Mitgliedstaaten haben ihr mittelfristiges Haushaltsziel erreicht, und viele von ihnen machen von dem im Rahmen der EU-Haushaltsregeln bestehenden Spielraum Gebrauch. Trotz des robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs im Euroraum gibt es zugleich eine recht hohe Anzahl an Ländern, in denen die strukturellen Verbesserungen nicht ausreichen, um die nach dem SWP bestehenden Verpflichtungen zu erfüllen. In ihrer Erklärung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 vom 4. Dezember 2017 kommt die Euro-Gruppe zu dem Schluss, dass ein weitgehend neutraler Kurs der Finanzpolitik auf Euroraumebene noch immer angemessen sei.⁹ Dies steht auch im Einklang mit der Auffassung, dass eine geringe Produktionslücke keine makroökonomische Feinstimulierung durch Fiskalmaßnahmen rechtfertigt.¹⁰ Ferner bemerkte die Euro-Gruppe, dass es angesichts der Verbesserung der Wirtschaftslage gleichzeitig angezeigt sei, die fiskalischen Reserven wieder aufzubauen und dabei das Potenzialwachstum der Volkswirtschaften weiter zu stärken.

⁸ Siehe hierzu im Einzelnen: EZB, [Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2017](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

⁹ Siehe Euro-Gruppe, [Erklärung der Euro-Gruppe zu den Übersichten über die Haushaltsplanung für 2018](#) (in englischer Sprache), 4. Dezember 2017.

¹⁰ Der aggregierte finanzpolitische Kurs im Eurogebiet ist ein wichtiges Konzept der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in der die einheitliche Geldpolitik von der jeweils auf nationaler Ebene durchgeführten Finanzpolitik begleitet wird. Gleichwohl ist dieses Konzept nicht rechtsverbindlich. Eine Erläuterung der Schwierigkeiten bei der Bewertung des Fiskalkurses findet sich in: EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

In ihrer Beurteilung konstatiert die Kommission auf Basis ihrer Herbstprognose 2017 bei lediglich 6 der 18 Übersichten eine vollständige Erfüllung der Vorgaben des SWP.¹¹ Dies betrifft Deutschland, Lettland, Litauen, Luxemburg, die Niederlande und Finnland (die allesamt der präventiven Komponente des SWP unterliegen). Die vollständige Einhaltung des SWP konnte damit einem Land mehr als im vorangegangenen Jahr attestiert werden. Weitere sechs Mitgliedstaaten – Estland, Irland, Zypern, Malta und die Slowakei (die ebenfalls in den Geltungsbereich des präventiven Teils des SWP fallen) sowie Spanien (korrektiver Teil) – haben nach Auffassung der Kommission Haushaltsplanungen vorgelegt, die eine „weitgehende Erfüllung“ der Vorgaben des SWP ermöglichen.¹² Spanien, das eine Haushaltübersicht auf Basis einer Entwicklung ohne zusätzliche Politikmaßnahmen vorgelegt hatte, wird zwar der Prognose zufolge bis zur 2018 auslaufenden Frist im Defizitverfahren ein gesamtstaatliches Defizit unterhalb des Referenzwerts von 3 % des BIP aufweisen, doch die strukturelle Konsolidierung bleibt hinter den Verpflichtungen gemäß SWP zurück.¹³ Bei den Haushaltsplanungen der übrigen sechs Länder sieht die Kommission die Gefahr einer Nichteinhaltung des SWP gegeben.¹⁴ Dies gilt für Frankreich, das der korrektiven Komponente des SWP unterliegt (Defizitverfahren mit Fristende 2017), sowie für Belgien, Italien, Österreich, Portugal und Slowenien (präventive Komponente des SWP), wobei es in Österreich zum Einreichungszeitpunkt der Haushaltsplanung, in der von einer unveränderten Politik ausgegangen wird, keine vereidigte Regierung gab.

¹¹ Griechenland ist von der Überprüfung ausgenommen.

¹² Ländern, die unter den präventiven Teil des SWP fallen, wird eine „weitgehende Erfüllung“ attestiert, wenn deren Haushaltsübersichten der Kommissionsprognose zufolge mit einer leichten Abweichung von dem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. dem zu seiner Erreichung vorgesehenen Anpassungspfad verbunden sind, die Nichteinhaltung der Vorgaben aber keine erhebliche Abweichung darstellen würde. Abweichungen von den nach dem präventiven Teil bestehenden Haushaltszielen werden als „erheblich“ klassifiziert, wenn sie in einem Jahr 0,5 % des BIP oder in zwei aufeinanderfolgenden Jahren durchschnittlich 0,25 % des BIP übersteigen. Ländern, die dem korrektiven Teil des SWP unterliegen, attestiert die Kommission für deren Übersichten über die Haushaltsplanung eine „weitgehende Erfüllung“, wenn der darin enthaltenen Prognose zufolge das Defizitziel zwar erreicht wird, die Konsolidierung aber merklich hinter der Empfehlung gemäß Defizitverfahren zurückbleibt, sodass deren Einhaltung gefährdet ist.

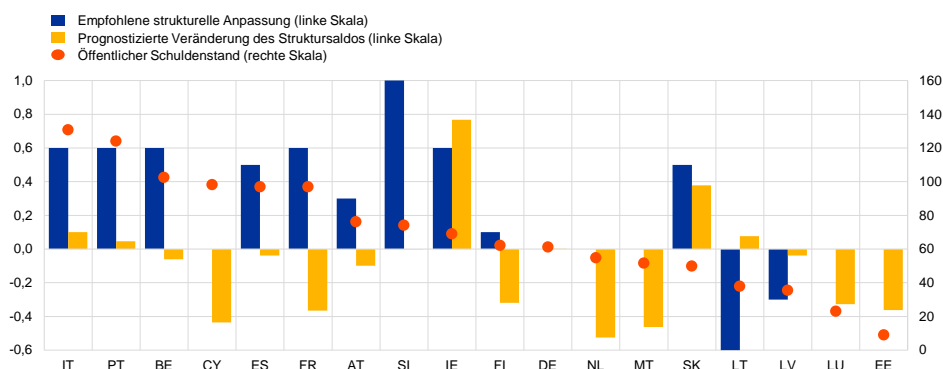
¹³ Die Europäische Kommission rechnet in ihrer Herbstprognose 2017 nicht mit einer strukturellen Konsolidierung im Jahr 2018. Gleichwohl ist in der Ratsempfehlung, die Spanien im Jahr 2016 im Rahmen des Defizitverfahrens gemäß Artikel 126 Absatz 9 AEUV erhalten hat, von einer strukturellen Verbesserung in Höhe von 0,5 % des BIP die Rede.

¹⁴ Ein „Risiko der Nichterfüllung“ der Vorgaben des SWP besteht für die Kommission hingegen, wenn sie bei Ländern, die in den Geltungsbereich des präventiven Teils fallen, für 2018 eine erhebliche Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel bzw. von dem zu seiner Erreichung erforderlichen Anpassungspfad oder eine Verfehlung des gegebenenfalls anzuwendenden Richtwerts für den Schuldenabbau prognostiziert. Für die der korrektiven Komponente unterliegenden Mitgliedstaaten sieht die Kommission ein „Risiko der Nichterfüllung“, wenn die Prognose für 2018 (vorbehaltlich der endgültigen Bestätigung) zur Aktivierung der nächsten Stufe des Defizitverfahrens führen könnte, da sowohl eine Unterschreitung des empfohlenen Konsolidierungsumfangs als auch eine Verfehlung des empfohlenen Defizitziels erwartet wird.

In den Ländern mit hohem öffentlichen Schuldenstand sinken die Schuldenquoten nur langsam. In der Gruppe der sechs Länder, deren Haushaltsplanungen die Gefahr einer Nichterfüllung der SWP-Vorgaben bergen, dürften Belgien, Frankreich, Italien und Portugal 2018 eine hohe Schuldenquote von über 90 % aufweisen (siehe Abbildung). Mit Ausnahme Portugals ist nicht zu erwarten, dass diese Mitgliedstaaten ihre öffentliche Verschuldung gemäß der Schuldenregel des SWP in Richtung des Referenzwerts von 60 % des BIP zurückführen. Die Euro-Gruppe bemerkte in ihrer Erklärung vom 4. Dezember 2017, dass der langsame Abbau der hohen Schuldenstände in einer Reihe von Mitgliedstaaten weiterhin Anlass zur Sorge gebe. Italien wurde in einem Schreiben vom 22. November 2017 von der Kommission darauf hingewiesen, dass die Fortschritte in Richtung einer Erfüllung des Schuldenstandskriteriums nicht ausreichen und dass die öffentliche Verschuldung Italiens nach wie vor eine zentrale Schwachstelle sei.¹⁵ Allerdings hat die Kommission auf Grundlage der für 2016 gemeldeten Daten bislang keinen Bericht nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV erstellt.

Empfohlene und prognostizierte strukturelle Anpassung 2018 und öffentlicher Schuldenstand 2018

(in % des BIP)



Quellen: AMECO und die am 11. Juli 2017 vom Rat für Wirtschaft und Finanzen verabschiedeten länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik.

Anmerkung: Deutschland, Estland, Zypern, Litauen, Luxemburg, Malta und den Niederlanden wird empfohlen, das mittelfristige Haushaltsziel weiterhin einzuhalten. Für Österreich und Finnland ist die strukturelle Konsolidierungsanforderung niedriger als in den länderspezifischen Empfehlungen, in denen die im Rahmen des SWP gewährte Flexibilität (insbesondere im Zusammenhang mit der Aufnahme von Flüchtlingen sowie im Gegenzug zu Struktur- und Rentenreformen und öffentlichen Investitionen) berücksichtigt wurde. Die strukturelle Konsolidierungsanforderung für Italien und Slowenien könnte bei Anwendung des Ermessensspielraums gesenkt werden.

Unter Anwendung ihres Ermessensspielraums empfiehlt die Kommission, die von Italien und Slowenien im Jahr 2018 gemäß SWP geforderte strukturelle Anpassung deutlich zu reduzieren.¹⁶ Die Ratsempfehlungen zur Wirtschafts-, Beschäftigungs- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten vom 11. Juli 2017 besagen in ihren Erwägungsgründen zu Ländern, die 2018 ihren strukturellen Finanzierungssaldo um mindestens 0,5 % des BIP zu verbessern haben, dass „das Ziel, einen haushaltspolitischen Kurs zu erreichen, der sowohl zur Stützung der derzeitigen Erholung als auch zur Gewährleistung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen

¹⁵ Siehe Europäische Kommission, [Schreiben an Italien](#) (in englischer Sprache), 22. November 2017.

¹⁶ Siehe hierzu im Einzelnen: Europäische Kommission, Anwendung des Ermessensspielraums im Haushaltsüberwachungsverfahren vom Herbst 2017, Kasten 1, in: [Mitteilung der Kommission, Übersichten über die Haushaltsplanung 2018: Gesamtbewertung](#).

Finanzen beiträgt“, in den anstehenden Bewertungen der Haushaltspläne und -ergebnisse berücksichtigt werde. Vor diesem Hintergrund empfiehlt die Kommission, die strukturelle Konsolidierungsanforderung für Italien von 0,6 % des BIP auf 0,3 % des BIP und jene für Slowenien von 1,0 % des BIP auf 0,6 % des BIP zu senken.¹⁷ Generell ist es mit Blick auf die Glaubwürdigkeit des SWP von großer Bedeutung, dass die Anwendung seiner Fiskalregeln berechenbar und transparent ist.¹⁸ Trotz der gesenkten Anforderungen wird der Herbstprognose 2017 der Europäischen Kommission zufolge keines der beiden Länder im kommenden Jahr die Bestimmungen der präventiven Komponente des SWP vollständig einhalten.

Die Beurteilungspraxis in Bezug auf die Übersichten über die Haushaltsplanung scheint im Laufe der Zeit an Effektivität eingebüßt zu haben. Seinerzeit als Reaktion auf die Krise eingeführt, sollte die Prüfung der Haushaltspläne die Identifizierung und Verhinderung potenzieller Abweichungen von einer soliden Finanzpolitik bereits im Frühstadium des Haushaltsprozesses, d. h. vor Finalisierung der Budgets, ermöglichen. Stellt die Kommission anhand einer in der Haushaltsplanung vorgesehenen deutlichen Reduzierung der strukturellen Konsolidierung fest, dass die Gefahr eines besonders schwerwiegenden Verstoßes gegen die Bestimmungen des SWP besteht, kann sie den betreffenden Mitgliedstaat zur Vorlage einer aktualisierten Haushaltsplanung auffordern. Seit ihrer erstmaligen Prüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung im Herbst 2013 hat die Kommission keine derartigen Aufforderungen erlassen, da sie das Kriterium eines „besonders schwerwiegenden Verstoßes“ bislang bei keinem Land erfüllt sah.¹⁹ Allerdings verlangte die Kommission von Staaten, die den Planungen zufolge erheblich hinter den Anforderungen des SWP zurückbleiben würden, in Schriftform das Ergreifen zusätzlicher Maßnahmen. Im Frühstadium der Beurteilungspraxis, insbesondere im Jahr 2014, verpflichteten sich bestimmte Länder öffentlich dazu, derartigen Aufforderungen Folge zu leisten.²⁰ Bei der diesjährigen Prüfung hingegen hat keines der Länder, die für 2018 erheblich geringere Konsolidierungsanstrengungen vorsehen als in den Haushaltsregeln vorgeschrieben, zusätzliche Maßnahmen als Reaktion auf das Kommissionsschreiben aufgezeigt.²¹ Darüber hinaus hatten sich in den vergangenen Jahren bestimmte Länder, bei deren Haushaltsplänen laut Kommissionsprognose die Gefahr eines Verstoßes gegen den

¹⁷ Der Rat wird spätestens im Frühjahr 2019 im Zuge seiner Beschlussfassung zur Einhaltung des SWP im Jahr 2018 eine abschließende Bewertung vornehmen.

¹⁸ Der IWF bemerkte in seinem im Rahmen der Artikel-IV-Konsultationen zum Euro-Währungsgebiet abgefassten Länderbericht, der größere Ermessensspielraum der Europäischen Kommission bei der Beurteilung der Regelbefolgung schwäche die Glaubwürdigkeit des SWP, sodass Schritte zur Wiederherstellung derselben unternommen werden müssten. Siehe IWF, [Country Report No. 17/235](#), 25. Juli 2017.

¹⁹ Dies betraf auch Fälle, in denen eine erhebliche Verfehlung der zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels notwendigen Verbesserung des Struktursaldos – d. h. um mehr als 0,5 Prozentpunkte des BIP – prognostiziert wurde. Dieser Schwellenwert ist entscheidend für die Anwendung des im Rahmen der präventiven Komponente des SWP vorgesehenen Verfahrens bei einer erheblichen Abweichung.

²⁰ Beispielsweise sandte die Kommission im Oktober 2014 entsprechende Schreiben an Italien, Österreich und Frankreich. Zuvor hatte sie im Mai 2014 Österreich zur Ergreifung zusätzlicher Maßnahmen aufgefordert, nachdem ihr von der Regierung des Landes im Anschluss an die dortige Parlamentswahl eine (den Anforderungen nicht genügende) aktualisierte Übersicht über die Haushaltsplanung 2014 vorgelegt worden war.

²¹ Im Oktober 2017 richtete die Kommission einschlägige Schreiben an Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal.

SWP bestand, dazu verpflichtet, ausgehend von der quantifizierten Konsolidierungslücke gegenüber den SWP-Vorgaben mit entsprechenden Schritten dafür zu sorgen, dass der Staatshaushalt im Einklang mit diesem Regelwerk steht.²² Im laufenden Jahr jedoch fordert die Euro-Gruppe in ihrer Erklärung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 die betreffenden Länder lediglich dazu auf, die zur Beseitigung der von der Kommission identifizierten Risiken erforderlichen Maßnahmen zeitnah in Erwägung zu ziehen, damit sichergestellt ist, dass die Staatshaushalte 2018 dem SWP entsprechen. Ebenfalls anzumerken ist, dass die Euro-Gruppe im Unterschied zu früheren Jahren offenbar nicht plant, sich Anfang 2018 auf der Grundlage der Winterprognose der Europäischen Kommission erneut mit den Übersichten über die Haushaltsplanung zu befassen. Seit Beginn des Beurteilungsverfahrens im Herbst 2013 liegt der Anteil der Staaten, deren Übersichten über die Haushaltsplanung dem SWP genügen, trotz der sich verbessernden Konjunkturlage unverändert bei rund einem Drittel.²³

In Zukunft kommt es entscheidend darauf an, dem Beurteilungsprozedere für die Übersichten über die Haushaltsplanung wieder mehr Wirkungskraft zu verleihen. Inwieweit sich die Länder durch die Kommissionsprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung bislang veranlasst sahen, weitere Maßnahmen in ihren endgültigen Haushalt einzuarbeiten, lässt sich im Allgemeinen nur schwer einschätzen.²⁴ Zusätzliche Maßnahmen der Regierungen können im Finalisierungsprozess oder aber im Jahresverlauf während des Haushaltsvollzugs ergriffen werden, ohne in einem konkreten Zusammenhang mit dem Ergebnis der Kommissionsprüfung zu stehen. Hinzu kommt, dass erst rund 18 Monate nach dem Prüfungsbeginn bezüglich der Übersicht über die Haushaltsplanung oder noch später die Einhaltung des SWP in einem bestimmten Jahr anhand von Ist-Daten geprüft wird. In der Zwischenzeit können geänderte Schätzungen zur Position eines Landes im Konjunkturzyklus sowie Überarbeitungen des Regelwerks dazu führen, dass die Befolgung des SWP positiver beurteilt wird.²⁵ Die verbesserte Einhaltung des SWP ließe sich u. a. dadurch erreichen, dass stets eine aktualisierte Übersicht über die Haushaltsplanung angefordert wird, wenn die ursprüngliche Planung des betreffenden Landes erhebliche Abweichungen von den Anforderungen vorsieht. Eine verbesserte Funktionsweise der Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung gewinnt insbesondere mit Blick auf die Beseitigung von Haushaltsungleichgewichten in Zeiten einer günstigen wirtschaftlichen Entwicklung an Bedeutung, damit in einem künftigen Konjunkturabschwung umso größere fiskalische Reserven zur Verfügung stehen.

²² Siehe Euro-Gruppe, [Erklärung der Euro-Gruppe zu den Übersichten über die Haushaltsplanung für 2017](#) (in englischer Sprache), 5. Dezember 2016.

²³ Seit Beginn der Kommissionsprüfungen der Übersichten über die Haushaltsplanung im Herbst 2013 wurden lediglich die jährlich von Deutschland und den Niederlanden erstellten Pläne positiv beurteilt.

²⁴ Siehe z. B. EZB, [Zum Umgang mit der Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2015](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

²⁵ So wurden im Jahr 2015 die strukturellen Anpassungsanforderungen im Gegenzug zu zusätzlichen Strukturreformen und Investitionen abgeschwächt.

Aufsätze

1 Der Ölmarkt im Zeitalter des Schieferöls

Seit 2011 hat die Förderung von Schieferöl in den Vereinigten Staaten deutlich zugenommen, und in Bezug auf die Marktanteile macht sie der Ölproduktion Russlands und Saudi-Arabiens inzwischen Konkurrenz. Die großen Produzenten von konventionellem Öl, insbesondere die Mitglieder der Organisation erdöl-exportierender Länder (OPEC), haben ihre Förderpolitik indessen nur langsam angepasst. Im vorliegenden Aufsatz werden die Gründe für diese verzögerte Reaktion untersucht und die relative Bedeutung von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Entwicklung der Ölpreise im Gefolge der „Schieferölrevolution“ bewertet. Schieferöl ist der wichtigste Einflussfaktor, der neu am Ölmarkt ist, und wirkt sich als solcher sowohl auf die Marktstruktur als auch auf die Fokussierung der OPEC auf Ölpreisstabilisierung oder Marktanteilssicherung aus. Die lang anhaltende Phase des Überangebots und niedriger Ölpreise von Ende 2014 bis zum dritten Quartal 2016 war ein Ergebnis des Zusammenspiels dieser Einflussfaktoren. Im Jahr 2017 haben sich die Ölpreise vor dem Hintergrund einer allmählichen Wiederherstellung des Marktgleichgewichts nach der von den OPEC-Ländern und großen Nicht-OPEC-Staaten vereinbarten Fördermengenkürzung wieder etwas erholt. Marktanalysten gehen davon aus, dass die Ölpreise in einer Bandbreite bleiben werden, die mit den Produktionskosten der großen Grenzproduzenten – derzeit auf kurze Sicht mit etwa 50 USD je Barrel bewertet – im Einklang stehen. Ihren Projektionen zufolge müssen die Preise aber mittelfristig auf rund 65-70 USD je Barrel steigen, wenn die Schieferölproduktion mit der gegenwärtigen Förder-technologie weiterhin profitabel in einem robusten Tempo ausgeweitet werden soll.

1 Einleitung

Nach wie vor stellen Rohstoffe und vor allem Öl die bedeutendste Ursache für Schwankungen der Verbraucherpreisinflation dar. Dies erschwert die Erstellung von Inflationsprojektionen, da die Ölpreise für den Großteil der Vorhersagefehler in Bezug auf die Teuerungsraten verantwortlich sind. Es ist wichtig, die Ursachen von Ölpreisschwankungen zu verstehen, um ihre Dauer und ihre Implikationen für die Inflationserwartungen beurteilen und letztlich die Reaktion der Geldpolitik entsprechend gestalten zu können. Die rasche Zunahme der Schieferölproduktion seit 2011 gilt allgemein als Auslöser für einen strukturellen Wandel des Ölmarkts, wobei jedoch noch Fragen offen bleiben: Inwieweit hat sich dieser Wandel bislang auf die den Ölpreis beeinflussenden Angebots- und Nachfragefaktoren ausgewirkt? Und welche Bedeutung hat er auf längere Sicht?

Der Schieferölrevolution ist erhebliche Aufmerksamkeit zuteil geworden, da sie eine historische und unerwartete Trendwende in der Energieerzeugung der Vereinigten Staaten markiert. Nachdem die Ölförderung der USA drei Jahrzehnte lang einen kontinuierlichen Rückgang verzeichnet hatte, leistete sie im Zeitraum von

2012 bis 2014 den größten Beitrag zum weltweiten Angebotszuwachs, sodass sich die USA heute in Bezug auf den Anteil an der globalen Ölproduktion mit Saudi-Arabien und Russland messen können. Schieferöl war zunächst im Wesentlichen ein US-amerikanisches Phänomen, da sowohl technische als auch rechtliche Faktoren seinen weltweiten Einfluss begrenzten. So konnten die Pipelinesysteme der Vereinigten Staaten, Kanadas und Mexikos nur Ölströme absorbieren, die aus der Peripherie in Richtung der inneren US-Bundesstaaten flossen, und Exporte von US-Rohöl waren aus Gründen der nationalen Sicherheit per Gesetz untersagt. Diese beiden Faktoren führten zu außergewöhnlich hohen Lagerbeständen, die die Ölpreise in den Vereinigten Staaten drückten. Qualitätsunterschiede bei an Lagerzentren im Landesinneren geliefertem Rohöl, wie z. B. die Benchmark-Sorte West Texas Intermediate (WTI)¹ – deren Preis der wichtigste Richtwert für die Ölpreissetzung in den USA ist – wurden zunehmend mit Preisabschlägen versehen. Energieerzeugnisse wurden in den Vereinigten Staaten billiger als in der übrigen Welt. Allerdings sorgten die anschließende Inversion der Ölströme in den Pipelines und die Schaffung zusätzlicher Kapazitäten im Eisenbahnverkehr im Jahr 2014 zusammen mit der Rücknahme des Exportverbots ein Jahr später dafür, dass die Lücke zwischen den Ölpreisen in den USA und in anderen Teilen der Welt geschlossen wurde, und brachten das US-Schieferöl auf die internationale Bühne. Bis dahin hatte die U.S. Energy Information Administration (EIA) mehrere positive Neueinschätzungen vorgenommen, was die künftige Fördermenge und Lebenserwartung von Schieferöl betrifft, und war zu dem Schluss gekommen, dass sich am internationalen Ölmarkt dauerhafte Veränderungen ergeben würden.

Die Produktionsentscheidungen der OPEC seit Anbruch der Schieferölära um das Jahr 2011 wurden vor allem durch die sich wandelnden Angebotsbedingungen in den Vereinigten Staaten beeinflusst. Im November 2014 gab die OPEC ihre Förderziele auf, um Marktanteile zurückzugewinnen. Dieses Ziel wurde zwar erreicht, aber auf Kosten eines Rückgangs der Ölpreise um mehr als die Hälfte. Die dauerhaft niedrigen Preise und die beeinträchtigte Haushaltslage in den Produktionsländern führten dazu, dass die OPEC im November 2016 ihre Politik abermals änderte und die Förderung drosselte, um so den mit Lagerbeständen überfluteten Ölmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Hatte die OPEC akzeptiert, dass sie in ihrer Rolle als Ausgleichsanbieter („swing supplier“) nunmehr mit den Schieferölproduzenten konkurrierte?

Im Folgenden werden der Wandel des Ölmarkts im Zeitalter des Schieferöls, die Veränderung der Produktionsstrategien der OPEC und die Auswirkungen dieser Entwicklungen auf die Ölpreise beschrieben. Der Aufsatz ist dabei wie folgt gegliedert: Die Abschnitte 2 und 3 liefern einen Überblick über die Ölpreisentwicklung und die Marktfundamentaldaten vor und während der Schieferölära, wobei insbesondere die Marktanteile der wichtigsten Förderländer (vor allem der Vereinigten Staaten) nach der durch die Schieferölbranche in Gang gebrachte Revolution im Mittelpunkt stehen. In Kasten 1 wird das strukturelle VAR-Modell (SVAR-Modell) des globalen Ölmarkts erläutert, anhand dessen die Bedeutung von

¹ Der Lieferort für WTI ist Cushing, Oklahoma.

Angebots- und Nachfragefaktoren bewertet wird; dabei werden zwei Arten von Strategien unterschieden, und zwar je nachdem, ob die OPEC agiert, um ihren Marktanteil zu schützen („strategischer“ Ansatz) oder um die Ölpreise in der Nähe eines Zielwerts zu stabilisieren („akkommodierender“ Ansatz). Kasten 2 erörtert die historische Aufgliederung des Ölpreises, wobei der Schwerpunkt auf dem Zeitraum seit Beginn der Förderung von Schieferöl liegt. Eine Beurteilung der möglichen Auswirkungen der Schieferölgewinnung auf die globale Angebotskurve und den Gleichgewichtspreis auf der Grundlage von Daten auf Mikroebene erfolgt in Abschnitt 4. Eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse des vorliegenden Aufsatzes und die Schlussfolgerungen mit Blick auf die mittel- und langfristigen Aussichten finden sich in Abschnitt 5.

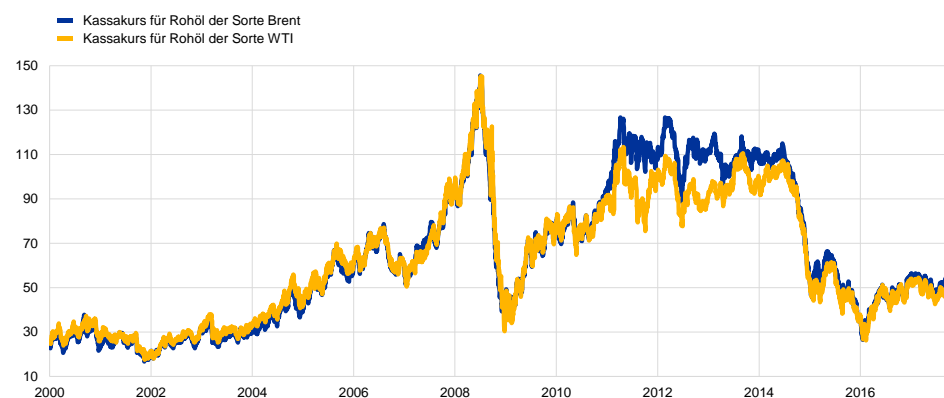
2 Die Ölpreisentwicklung vor dem Zeitalter des Schieferöls

Die Ölpreisentwicklung in den Jahren vor Ausbruch der globalen Finanzkrise lieferte den Nährboden für die Schieferölrevolution. Der kräftige Preisschub von 23 USD je Barrel im Jahr 2003 auf ein Allzeithoch von 145 USD je Barrel unmittelbar vor Beginn der weltweiten Finanzkrise hing in erster Linie mit der steigenden Nachfrage großer Schwellenländer wie China zusammen (siehe Abbildung 1 und 4). Während die Nicht-OPEC-Produzenten auf der Angebotsseite Mühe hatten, mit dem wachsenden Verbrauch Schritt zu halten, zog die OPEC es empirischen Analysen zufolge vor, den Markt relativ knapp zu halten und ihre wiedererstarkte Macht zu nutzen, um das Marktgleichgewicht zu beeinflussen (siehe Abbildung 3).

Abbildung 1

Kassakurse für Rohöl der Sorten Brent und WTI seit 2000

(in USD/Barrel)



Quellen: Bloomberg, Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Oktober 2017.

Abbildung 2

Veränderungen des Preisunterschieds zwischen Rohöl der Sorten Brent und WTI seit 2000

(in USD/Barrel)



Quellen: Bloomberg, Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Differenz (den Spread) zwischen den Preisen für Rohöl der Sorte Brent und der Sorte WTI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Oktober 2017.

Vor diesem Hintergrund wurde verstärkt in die Schieferölbranche investiert, um dort Forschung und Entwicklung voranzutreiben. Mittelgroße Energieunternehmen, die im Allgemeinen finanziell stärker eingeschränkt sind als multinationale Konzerne, nutzten diese Kapitalzuflüsse, um horizontale Bohr- und hydraulische Frakturierungsmethoden in den Vereinigten Staaten weiterzuentwickeln, wodurch die Förderung von Schieferöl realisierbar und profitabel wurde. Der Entwicklung der Schieferölproduktion kam außerdem zugute, dass sich die Ressourcen in bevölkerungsarmen Gebieten befanden, dass die Rechte an Grund und Boden in den USA auch das Recht an im Boden befindlichen Mineralstoffen beinhalten und dass die umweltpolitischen Bestimmungen weniger streng sind als beispielsweise in Europa.² Die Gewinnung von Erdöl und Erdgas aus Schieferfelsformationen hat den Energiemix in den Vereinigten Staaten dauerhaft verändert und die Abhängigkeit der USA von Energieimporten spürbar verringert; dadurch wiederum konnte das mehrjährige US-Handelsdefizit reduziert werden.

Im selben Zeitraum (2003-2007) gewann die OPEC am Ölmarkt erneut an Einfluss, indem sie die zunehmende Nachfrage der sich rasch entwickelnden Schwellenländer bediente und einschritt, um erhebliche und länger andauernde Produktionsstörungen auszugleichen. Neue Preistiefs im Gefolge der asiatischen Finanzkrise 1997 hatten die Ölfeld-Investitionen über Jahre gedämpft, und die konventionelle Förderung war mangels Kapazitäten nicht in der Lage zu expandieren und auf die wachsende Nachfrage Chinas und anderer aufstrebender Volkswirtschaften zu reagieren. Vergrößert wurde die Lücke zwischen Nachfrage und Angebot weltweit zudem noch durch zwei große Störereignisse: einen Einbruch der Ölförderung Venezuelas um 60 %³ aufgrund eines langwierigen Streiks bei der nationalen Ölgesellschaft Petróleos de Venezuela Ende 2002 im

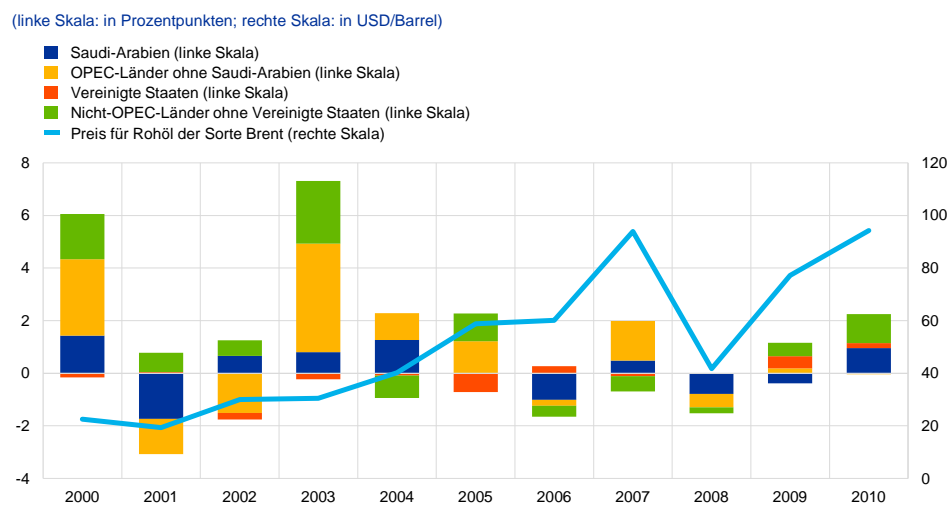
² Siehe V. Di Nino und I. Faiella, Shale Fuels: The Solution to the Energy Conundrum?, European Energy and Climate Security, September 2015, S. 133-153.

³ Von ihrem Höchststand im Januar 1997 auf ihren niedrigsten Wert im Januar 2003.

Versuch, den damaligen Staatspräsidenten zu vorgezogenen Neuwahlen zu zwingen, und den Ausbruch des zweiten Golfkriegs im Jahr 2003. Angesichts der allgemeinen Marktbedingungen gelang es der OPEC, ein relativ knappes Marktgleichgewicht zu wahren und so die Ölpreise in dieser Zeit vor der globalen Finanzkrise hoch zu halten (siehe Kasten 1).

Die globale Finanzkrise führte zu einem Einbruch der Konjunktur und der Rohölnachfrage und drückte die Preise Anfang 2009 auf unter 40 USD je Barrel (siehe Abbildung 3 und 4). Der Rückgang des jährlichen Verbrauchs war in den Vereinigten Staaten besonders stark ausgeprägt und zehrte die gestiegene Nachfrage einiger Schwellenländer mehr als auf. Dennoch zogen die Preise wieder an, bevor sich eine nachhaltige Verbesserung der globalen Wirtschaftslage abzeichnete, da die OPEC ihre Fördermengen sehr stark drosselte (um fast 3 Millionen Barrel pro Tag) und diese Drosselung erst 2012 wieder vollständig zurücknahm. Es zeigt sich, dass die Förderpolitik der OPEC bei Veränderungen der Marktverhältnisse durch eine Reihe von Makro- und Mikrofaktoren motiviert ist; Einzelheiten zur Entwicklung eines möglichen empirischen Rahmens für die Bewertung dieser Faktoren finden sich in Kasten 1.

Abbildung 3
 Beitrag zum jährlichen Wachstum des Rohölangebots (2000-2010)

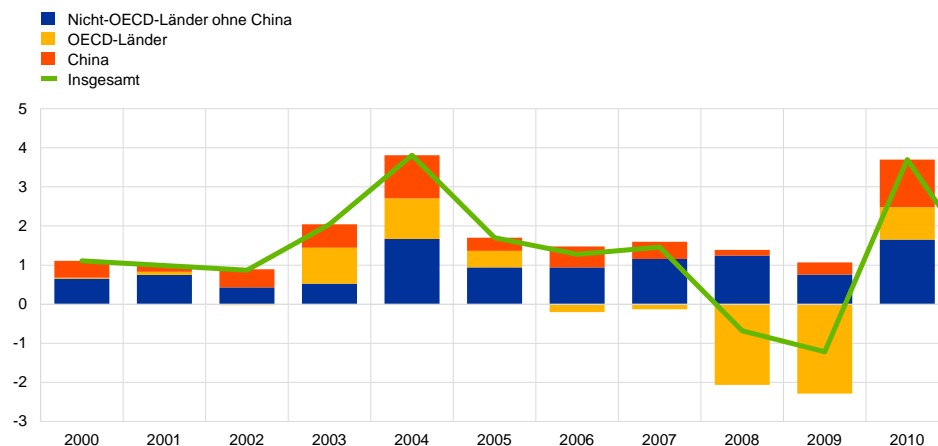


Quellen: U.S. Energy Information Administration (EIA), Bloomberg und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Der Wert für den jeweiligen Jahresendmonat gilt als Wert für das entsprechende Gesamtjahr.

Abbildung 4

Beitrag zum jährlichen Wachstum der Ölnachfrage (2000-2010)

(in Prozentpunkten)



Quellen: Internationale Energieagentur (IEA) und EZB-Berechnungen.

Kasten 1

Ein Bayesianisches strukturelles VAR-Modell unter Einbeziehung unterschiedlicher Angebotsschocks

Dieser Kasten liefert einen Überblick über ein strukturelles VAR-Modell (SVAR-Modell) des globalen Ölmarkts zur Beurteilung der Bedeutung von Angebots- und Nachfragefaktoren und liefert Erkenntnisse dazu, welche Faktoren die Entwicklung des Ölmarkts vornehmlich bestimmen. Die ersten Studien im Gefolge der beiden Ölkrisen der 1970er-Jahre nannten in erster Linie Angebotsfaktoren als die stärksten Preistreiber und stellten keinen Zusammenhang zwischen den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von Ölmarktschocks und der Art des zugrunde liegenden Schocks her.⁴ Diese Sichtweise hielt sich in der Literatur bis zum Ende der zweiten Hälfte der 2000er-Jahre. Ab diesem Zeitpunkt war man sich zunehmend einig, dass die Ölpreisentwicklung in bestimmten Phasen, beispielsweise im Vorfeld der Krise im Jahr 2008, vor allem von den internationalen Nachfragebedingungen beeinflusst wird.⁵ So zeigen Kilian und Murphy⁶, dass sowohl die aktuelle als auch die zukunftsorientierte Nachfrage nach Öl von den Konjunkturerwartungen bestimmt wird (also durch eine spekulative Nachfrage).

⁴ Siehe A. Nakov und A. Pescatori, Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier, Working Paper der Federal Reserve Bank of Cleveland, 2007, sowie D. Yergin, The Prize: The Epic Quest for Oil, Money & Power, Simon & Schuster, New York, 1992.

⁵ Siehe L. Kilian, Exogenous oil supply shocks: how big are they and how much do they matter for the US economy?, in: The Review of Economics and Statistics, Bd. 90, Nr. 2, 2008, S. 216-240; C. Baumeister und G. Peersman, Time-varying effects of oil supply shocks on the US economy, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 5, Nr. 4, 2013, S. 1-28; C. Baumeister und J. Hamilton, Sign restrictions, structural vector autoregressions, and useful prior information, in: Econometrica, Bd. 83, Nr. 5, 2015, S. 1963-1999.

⁶ Siehe L. Kilian und D. Murphy, The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil, in: Journal of Applied Econometrics, Bd. 29, Nr. 3, 2014, S. 454-478.

Analog zum Ansatz von Kilian und Murphy kann ein SVAR-Modell verwendet werden, um Schocks der globalen und spekulativen Nachfrage zu identifizieren und dabei zwischen zwei Angebotsschocks („strategisch“ und „akkommodierend“) zu unterscheiden – je nachdem, wie die OPEC auf Produktionsveränderungen in Nicht-OPEC-Ländern reagiert. Im Rahmen dieses Modells kann sich die OPEC entscheiden, entweder ihren Marktanteil zu schützen (strategischer Ansatz), ein gewünschtes Ölpreisniveau anzustreben (akkommodierender Ansatz) oder eine Kombination beider Ansätze zu beschließen.⁷ Beim strategischen Ansatz entspricht die Ölförderdynamik der OPEC-Staaten derjenigen der Nicht-OPEC-Länder, wodurch sich die Auswirkungen des Schocks auf die Ölpreise verstärken. Agiert die OPEC hingegen nach dem akkommodierenden Ansatz, dann gleicht sie produktionsbezogene Veränderungen in den Nicht-OPEC-Ländern tendenziell aus und verringert dadurch die Ölpreisschwankungen. Wechsel der Ansätze hängen unter anderem von den Förderkapazitäten der Wettbewerber ab. Der rasche Anstieg der Schieferölförderung dürfte sich daher auf die Produktionspläne der OPEC⁸ ausgewirkt haben. Das Modell beinhaltet 24 Verzögerungen, basiert auf monatlichen Daten von Februar 1973 bis April 2017 und stellt sich in reduzierter Form wie folgt dar:

$$Y_t = c + A(L)Y_{t-1} + u_t$$

Y_t ist ein Vektor aus fünf endogenen Variablen, darunter 1) die prozentuale Veränderung der OPEC-Rohölproduktion gegenüber dem Vormonat, 2) die prozentuale Veränderung der Rohölgewinnung durch Nicht-OPEC-Länder gegenüber dem Vormonat, 3) die Wachstumsrate des interpolierten globalen BIP, 4) der logarithmierte reale Ölpreis (der mit dem US-Verbraucherpreisindex deflationierte Preis für Rohöl der Sorte Brent) und 5) die Veränderung der weltweiten Ölvorräte gegenüber dem Vormonat gemessen als Veränderung der Rohölbestände in den OECD-Ländern und der Rohölvorräte der Vereinigten Staaten. Vektor c gibt die Konstante an, $A(L)$ ist ein Matrixpolynom im Lag-Operator, und u_t stellt einen Vektor der Fehlerterme in reduzierter Form dar.

Die wichtigsten Identifizierungsannahmen sind Vorzeichenrestriktionen bei den Impulsantworten der fünf Variablen auf die strukturellen Schocks; eine Größenrestriktion gibt es nicht.⁹ Der Modellaufbau ist davon abhängig, dass sich „strategisches“ und „akkommodierendes“ Verhalten der OPEC als Reaktion auf Angebotsschocks bei den Nicht-OPEC-Ländern feststellen lässt. Beabsichtigt die OPEC, ihren Marktanteil zu bewahren (strategischer Ansatz), wird sie auf eine Steigerung der Fördermengen von Nicht-OPEC-Staaten reagieren, indem sie ihr Angebot ebenfalls erhöht. In diesem Fall haben die OPEC-Produktion und die Nicht-OPEC-Produktion dasselbe Vorzeichen und führen zu fallenden Ölpreisen wie auch zu einer höheren Nachfrage nach Öl. Beabsichtigt die OPEC hingegen, die Ölpreise (bei gegebenen weltweiten Nachfragebedingungen) um einen Zielwert herum zu stabilisieren, muss sie ein etwaiges Überangebot durch Reduzierung ihres eigenen Angebotsvolumens abschöpfen, um die Preise zu stützen. In diesem

⁷ Theoretische Grundlagen zu den Förderstrategien der OPEC finden sich in: A. Behar und R. Ritz, An Analysis of OPEC's Strategic Actions, US Shale Growth and the 2014 Oil Price Crash, Working Paper des IWF, Nr. 131, 2016.

⁸ Die Entscheidungen der OPEC scheinen durch eine Reihe von Mikro- und Makrofaktoren beeinflusst zu werden. Dazu zählen die weltweite Nachfrage, die Geschlossenheit der OPEC, die Haushaltsanfordernisse der Förderländer und vor allem die Produktionskapazitäten der Nicht-OPEC-Staaten sowie die Grenzkosten der Hochkostenproduzenten.

⁹ Aktuelle Untersuchungen zufolge wird die historische Aufschlüsselung des Ölpreises in fundamentale Schocks durch die Auferlegung von Größenrestriktionen auf die Elastizitäten der Nachfrage- und Angebotskurven erheblich beeinflusst. Siehe D. Caldara, M. Cavallo und M. Iacoviello, Oil Price Elasticities and Oil Price Fluctuations, International Finance Discussion Papers des Board of Governors des Federal Reserve System, Nr. 1173, 2016.

Fall werden keine Vorzeichenrestriktionen für die Preise und die Weltkonjunktur auferlegt, da diese je nach Nettoauswirkung auf die Produktion steigen oder sinken können.¹⁰ Gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks werden durch gleichzeitige Angebots- und Preiserhöhungen identifiziert. Bei einem Schock der spekulativen Nachfrage kaufen Marktakteure Öl im Vorfeld erwarteter künftiger Engpässe am Ölmarkt; infolgedessen nehmen der reale Ölpreis, die Lagerbestände und die Ölförderung zu, während die Gesamtnachfrage nachlässt (siehe die Tabelle für eine Zusammenfassung der Vorzeichenrestriktionen).

Angewandte Vorzeichenrestriktionen

(Schocks)

Variablen	Strategisches Angebot	Akkommodierendes Angebot	Gesamtnachfrage	Spekulative Nachfrage	Restgröße
Angebot der OPEC-Länder	-	+	+	+	
Angebot der Nicht-OPEC-Länder	-	-	+	+	
Reales Wirtschaftswachstum	-		+	-	
Realer Ölpreis	+		+	+	
Lagerbestände				+	

Quelle: EZB-Berechnungen.

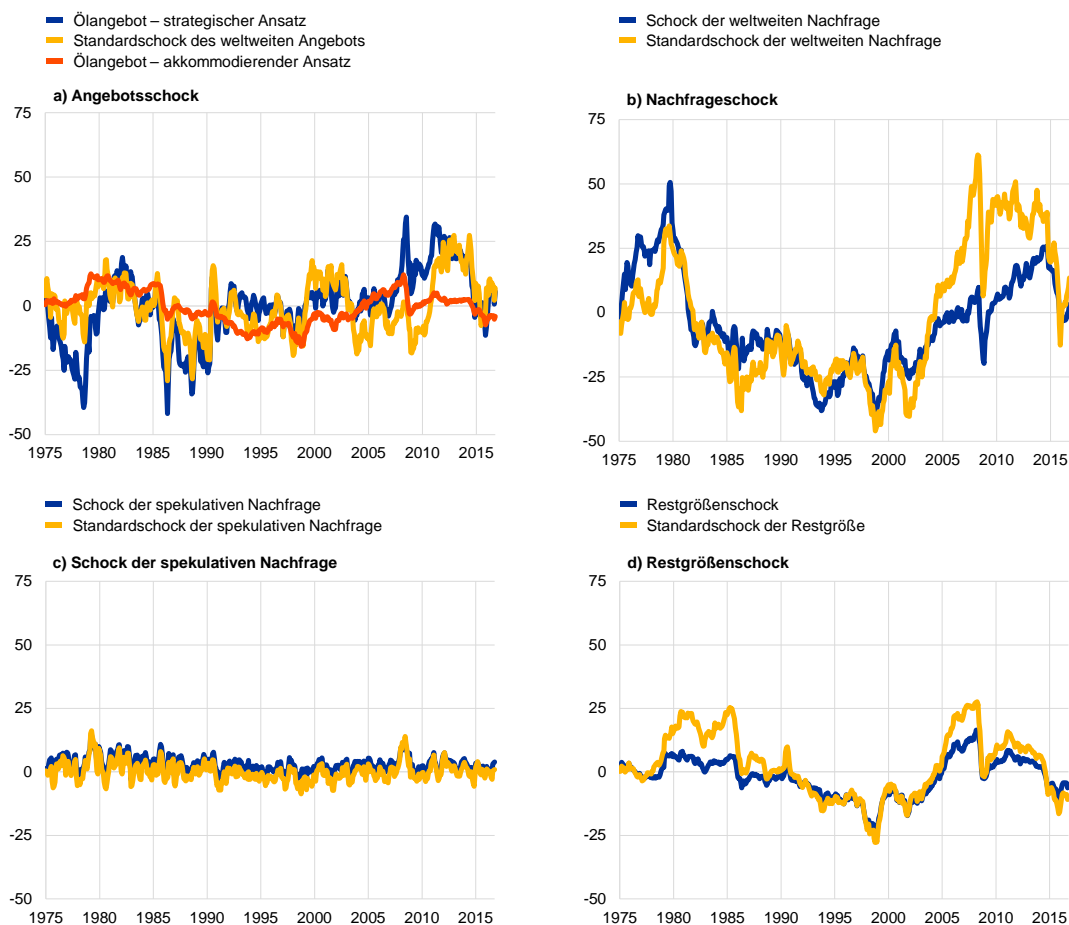
Aus dieser Analyse lassen sich drei wesentliche Schlussfolgerungen ziehen: a) Es gibt keine klare Dominanz von Nachfrage- oder Angebotsfaktoren – beide haben einen wesentlichen Einfluss auf die Ölpreisentwicklung und kommen je nach betrachtetem historischen Zeitraum unterschiedlich stark zum Tragen, b) die Maßnahmen der OPEC haben dazu beigetragen, den Ölpreis in bestimmten Phasen hoch zu halten, und c) die spekulative Nachfrage ist zu keiner Zeit ein relevanter Faktor. In diesem Analyserahmen fällt der Beitrag der globalen Konjunktur zur Ölpreisentwicklung insbesondere im Zeitraum von Anfang 2005 bis 2015 geringer aus, bleibt aber in den späten 1970er-Jahren und zu Beginn der 1980er-Jahre der größte Preistreiber (siehe Grafik b in der Abbildung). Was die Angebotsfaktoren betrifft, identifiziert das Modell zwei Phasen, in denen die OPEC einschritt, um den Markt knapp zu halten. Die erste Phase (1979 bis 1985) zeichnete sich insgesamt durch eine weniger dynamische Nachfrage, ein steigendes Angebot der Nicht-OPEC-Länder und sinkende Preise aus. In dieser Zeit versuchte die OPEC (konkret Saudi-Arabien), die Preise durch eine Einschränkung der Fördermenge zu stützen, und verhinderte dadurch einen weiteren Preisrückgang. Die zweite Phase (Ende 2004 bis Anfang 2008) betraf den Zeitraum im Vorfeld der internationalen Finanzkrise, als sich die OPEC aktiv darum bemühte, das Marktgleichgewicht relativ eng und die Preise hoch zu halten (siehe Grafik a in der Abbildung).

¹⁰ Um die Analyse auf Angebotsschocks zu begrenzen, die einen gewissen dauerhaften Effekt haben, wird als weitere Beschränkung die Bedingung auferlegt, dass die Ölpreisreaktion im Fall eines strategischen Angebotsschocks mindestens zwölf Perioden anhält.

Grundsätzlich hat dieser Rahmen zwei große Vorteile gegenüber den gängigen Ölmarktmodellen, die keine Unterscheidung zwischen der Förderung durch OPEC-Länder und Nicht-OPEC-Staaten beinhalten. Erstens können Wendepunkte, die mit konkreten Ereignissen am Ölmarkt in Zusammenhang stehen, präziser ermittelt werden, indem zwischen unterschiedlichen Arten von Angebotspolitik differenziert wird. Zweitens wird der Restgrößenschock, das heißt der unerklärte Teil der Ölpreisentwicklung zu Beginn der 1980er-Jahre und im Vorfeld der globalen Finanzkrise, verringert (siehe Grafik d in der Abbildung).

Historische Aufgliederung der Ölpreise (1975-2016)

(monatliche Beiträge in %)



Quellen: EIA, IEA, World Economic Outlook und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von SVAR-Modellen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den historischen Beitrag unterschiedlicher Arten von Ölschocks zum Logarithmus des realen Ölpreises. Die historischen Aufschlüsselungen wurden so normiert, dass sie im Januar 1975 bei null beginnen. Ein negativer Wert bedeutet, dass der jeweilige Schock zu einer Verringerung des Ölpreises beigetragen hat, während ein positiver Wert auf einen preissteigernden Impuls hinweist. Das Standardmodell bezieht sich auf ein Modell mit vier Variablen (Produktion, Nachfrage, Vorräte und Preise), das keine Unterscheidung zwischen der Förderung durch OPEC-Länder und Nicht-OPEC-Staaten beinhaltet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

3 Die Ölpreisentwicklung seit Anbruch der Schieferölära

Im vorliegenden Abschnitt wird die Entwicklung der Ölpreise und wichtiger Marktfundamentaldaten seit der Zunahme der Schieferölförderung bewertet, wobei das Jahr 2011 – in dem die Gewinnung von Schieferöl an Fahrt aufnahm – als Referenzjahr gilt. Dabei werden drei Phasen betrachtet – Januar 2011 bis Mitte 2014, Mitte 2014 bis Oktober 2016 und November 2016 bis April 2017. In diesen Phasen wurden erhebliche Veränderungen der Position der OPEC und der Ölpreise beobachtet. So blieben die Ölpreise angesichts anhaltender geopolitischer Spannungen und Marktsegmentierungen in der ersten Phase relativ hoch, obwohl die Schieferölförderung ausgeweitet wurde. In der zweiten Phase sank der Ölpreis dann von rund 120 USD je Barrel auf unter 40 USD je Barrel, und in der jüngsten Phase bewegten sich die Ölpreise innerhalb einer Spanne, die weitgehend mit den Produktionskosten der Grenzproduzenten im Einklang steht.

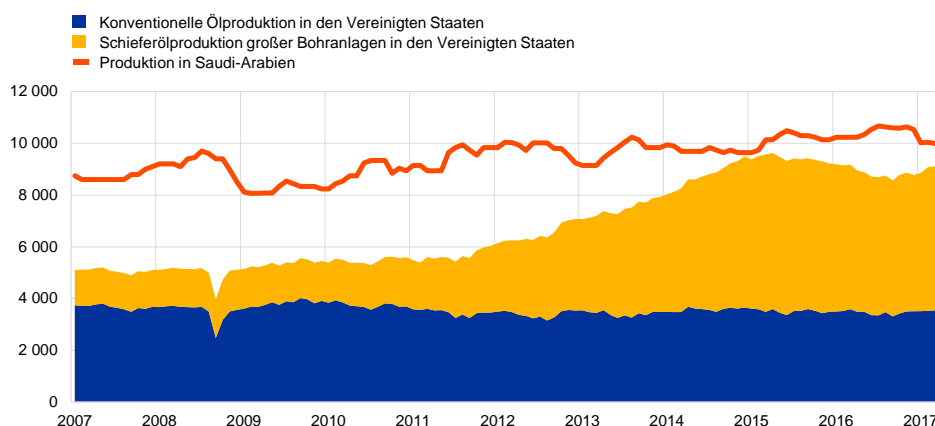
3.1 Phase 1: Expansionsphase von Januar 2011 bis Mitte 2014

Während der anfänglichen Expansionsphase (Januar 2011 bis Mitte 2014) verdreifachte sich die Förderung von Schieferöl und trieb den Marktanteil der Vereinigten Staaten von 7 % auf 12 %. Die gesamte Ölproduktion der USA verzeichnete einen Zuwachs von 76 % – von knapp 5,4 Millionen Barrel pro Tag Anfang 2010 auf rund 9,5 Millionen Barrel pro Tag Ende 2014 (siehe Abbildung 5, 6 und 7). Triebfeder dieser Zunahme war die Schieferölgewinnung großer Bohranlagen – z. B. in der Region Eagle Ford und im Permischen Becken –, die sich seit 2011 mehr als verdoppelt hat, wohingegen die konventionelle Ölförderung in den Vereinigten Staaten stabil blieb.

Abbildung 5

Ausweitung der Rohölförderung in den Vereinigten Staaten seit 2007

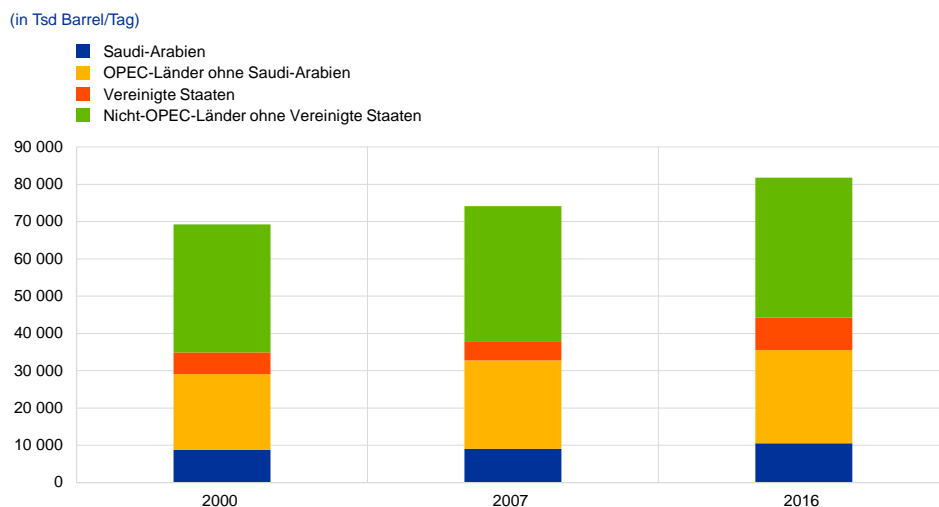
(in Tsd Barrel/Tag)



Quelle: EIA.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. September 2017.

Abbildung 6
Strukturelle Veränderung der Ölförderung (2000-2016)



Quelle: EIA.
 Anmerkung: Der Wert für den jeweiligen Jahresendmonat gilt als Wert für das entsprechende Gesamtjahr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

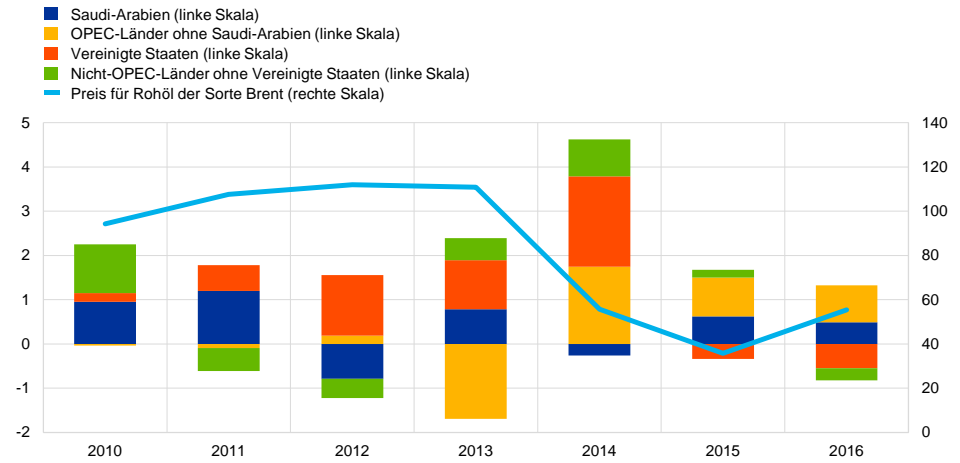
Der Anteil der OPEC an der gesamten Ölproduktion verringerte sich jedoch nur geringfügig, da in anderen großen Förderländern außerhalb der OPEC (Norwegen, im Vereinigten Königreich und Mexiko) ebenfalls Produktionsrückgänge verzeichnet wurden. Noch entscheidender wirkte sich aus, dass Saudi-Arabien seine Förderquote erhöhte; diese lag Mitte 2013 über dem Produktionsanteil, den das Land vor Ausbruch der globalen Finanzkrise verbucht hatte. Als Ausgleichsproduzent der OPEC kompensierte Saudi-Arabien Produktionskürzungen in den Ländern des Nahen Ostens, die von politischer Instabilität (Libyen) bzw. den Folgen eines internationalen Embargos (Iran) betroffen waren.

Offenbar wurden die Ölpreise in dieser ersten Phase stärker durch eine positive Entwicklung der Nachfrage gestützt, während sich angebotsseitige Faktoren weniger stark bemerkbar machten (siehe Abbildung 7, 8 und 9). Der Einfluss von Schieferölproduzenten war noch recht gering, da sie sich hohen Produktionskosten und eher begrenzten Förderkapazitäten gegenübersehen. Die ersten Projektionen der US-amerikanischen EIA zur Gewinnung von Schieferöl erfolgten im Jahr 2011. Seitdem hat sich die Schieferölförderung deutlich dynamischer entwickelt als erwartet, sodass die EIA ihre Prognosen regelmäßig nach oben korrigiert hat. Daraufhin scheint die OPEC eine abwartende Haltung eingenommen und ihr Angebot nach und nach genau abgestimmt zu haben, um den Markt möglichst im Gleichgewicht zu halten, sodass die Preise (vor allem in Europa) bei über 100 USD je Barrel verharrten. Dies steht im Einklang mit einer SVAR-Analyse, die zeigt, dass die Ölpreise in diesem Zeitraum von einer stärkeren Ölnachfrage bestimmt wurden (siehe hierzu Kasten 2).

Abbildung 7

Beitrag zum jährlichen Wachstum des Rohölangebots (2010-2016)

(linke Skala: in Prozentpunkten; rechte Skala: in USD/Barrel)



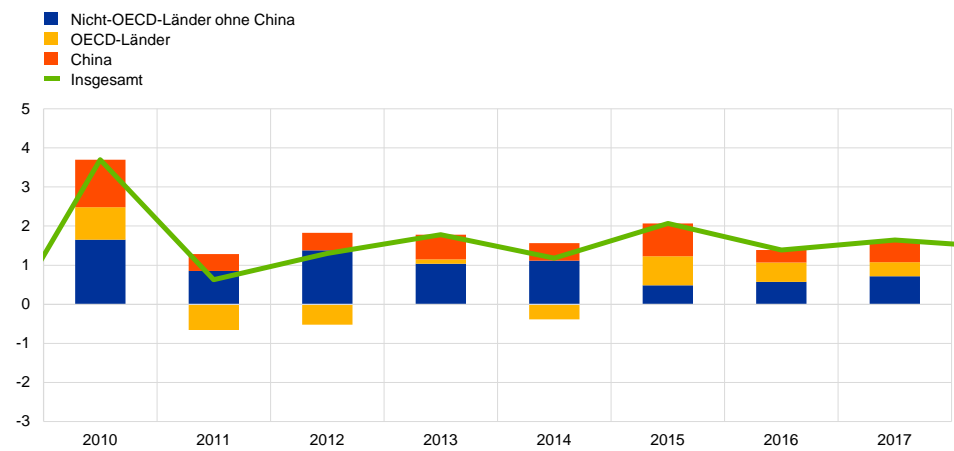
Quellen: EIA, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Wert für den jeweiligen Jahresendmonat gilt als Wert für das entsprechende Gesamtjahr.

Abbildung 8

Beitrag zum jährlichen Wachstum der Ölnachfrage (2010-2017)

(in Prozentpunkten)

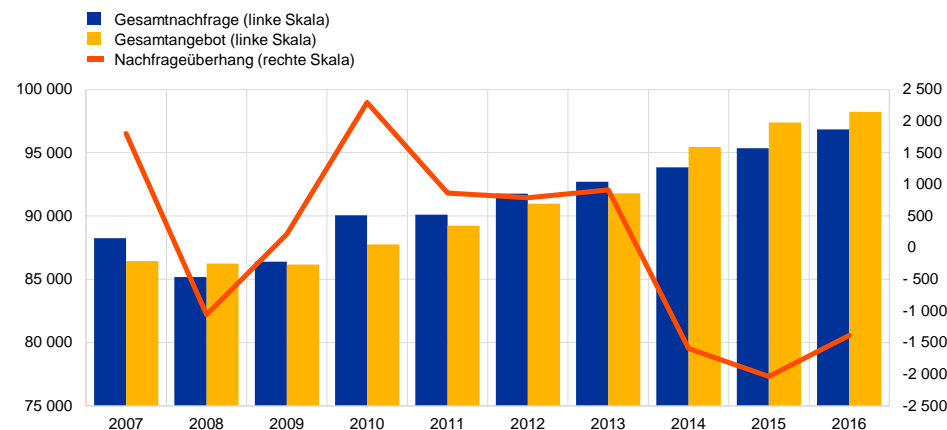


Quellen: IEA und EZB-Berechnungen.

Abbildung 9

Veränderungen des Ölangebots und der Ölnachfrage (2007-2016)

(in Tsd Barrel/Tag)



Quellen: EIA und IEA.

Anmerkung: Der Wert für das jeweilige Jahresendquartal gilt als Wert für das entsprechende Gesamtjahr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

Gleichwohl zog die Schieferölförderung ab Ende 2013 stark an; die erschlossenen Vorkommen wurden deutlich nach oben revidiert, und zwar von 2 Milliarden Barrel im Jahr 2011 auf 11,6 Milliarden Barrel 2015.¹¹ Durch die

außerordentlichen neuen Kapazitäten im Bereich der Schieferölförderung geriet die herausragende Rolle der OPEC am Ölmarkt ins Wanken. Im Jahr 2014 stieg zudem das Ölangebot der Nicht-OPEC-Förderländer aufgrund solider Produktionszahlen in Brasilien, Kanada und Russland um rund 1 Million Barrel pro Tag. Die OPEC verlor rasch Marktanteile (-2 Prozentpunkte von Mitte 2011 bis Mitte 2014) und geriet in Sorge um die Aussichten ihrer Hochkostenproduzenten.

3.2 Phase 2: Zwei Jahre Fokussierung auf Marktanteil

In der Zeit von Mitte 2014 bis Oktober 2016 nahm die OPEC einen Strategiewechsel vor und richtete ihren Fokus auf den Marktanteil. Die Neubewertung des potenziellen Wachstums der Schieferölproduktion im Juni 2014 kann als Wendepunkt am Ölmarkt angesehen werden, da sie aufzeigte, dass die Beteiligten die Bedeutung der Schieferölförderung unterschätzt hatten. So nahm die EIA in der ersten Jahreshälfte 2014 nicht nur wiederholt Aufwärtskorrekturen ihrer Prognosen vor¹², sondern sie verlängerte darüber hinaus ihre Schätzungen zur Lebenserwartung der Schieferölproduktion bis zum Jahr 2030. In diesem Zusammenhang realisierte die OPEC, dass sie die Marktanteile, die sie in den vorangegangenen drei Jahren verloren hatte, nicht ohne einen Strategiewechsel würde zurückgewinnen können.

¹¹ Siehe EIA, Review of emerging resources: US shale gas and shale oil plays, Juli 2011; und EIA, U.S. Crude Oil and Natural Gas Proved Reserves, Year-end 2015, Dezember 2016.

¹² Siehe IEA, Medium-Term Oil Market Report 2014, Paris, 2014.

Während temporäre Schocks im Allgemeinen durch Ausgleichsproduzenten abgefedert werden, hatte die Schieferölgewinnung die Marktstruktur nachhaltig verändert.¹³ Zu diesem Zeitpunkt sahen sich die Produzenten von

Schieferöl trotz ihrer wachsenden Produktionskapazitäten noch hohen Breakeven-Preisen gegenüber. Somit wäre eine die hohen Ölpreise bewahrende Förderpolitik der OPEC einer kontinuierlichen Weiterentwicklung der Schieferöl-industrie und Fortschritten im Bereich der Fracking-Technologie zuträglich gewesen und hätte weiter Druck auf den Marktanteil der OPEC ausgeübt. Das steigende Angebot aus den Vereinigten Staaten und Russland wurde durch die Verringerung der OPEC-Förderung nicht ausgeglichen, und weltweit zeichnete sich eine Verlangsamung des Nachfragewachstums ab. Aus diesem Grund sah sich die Internationale Energieagentur (IEA) veranlasst, vor allem in Anbetracht der schwächeren Prognosen für das Wachstum der Ölnachfrage Chinas und Europas ihre Vorausschätzungen für 2014 und 2015 nach unten zu korrigieren.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen beschloss die OPEC im November 2014, die Förderquoten abzuschaffen. Dieser Vorstoß zur Rückgewinnung von Marktanteilen war jedoch nur teilweise erfolgreich. Zwar

wurden die Investitionspläne der OPEC-Wettbewerber vor allem im Bereich der Förderung von Schieferöl und unkonventionellem Öl infolge der niedrigeren Preise erheblich durchkreuzt, doch wurden diese Wettbewerber nicht vom Markt gedrängt. Vielmehr konnten sie ihre Effizienz im Laufe der Zeit sogar steigern. Durch das entstandene Überangebot fielen die Preise Anfang 2016 auf 30 USD je Barrel. Doch trotz dieser Preisrückgänge stieg die Zahl der Bohrtürme für die Gewinnung von Schieferöl ab April 2016 wieder an, und die Schieferölproduktion erwies sich als unerwartet widerstandsfähig, da die Unternehmen ihre Förderkosten drücken konnten. Die Schieferölbranche konnte sich durch Fusionen und Übernahmen retten, da hochverschuldete mittelgroße Firmen von größeren Unternehmen aufgekauft wurden, die dank ihrer finanziellen Möglichkeiten in der Lage waren, auch in einem Umfeld niedriger Ölpreise zu arbeiten. Im Zeitraum von Mitte 2014 bis April 2017 wurden die Ölpreise in erster Linie durch die Angebotsdynamik bestimmt. Dies entspricht auch den Ergebnissen, die sich nach Anwendung des in Kasten 2 vorgestellten Ölmarktmodells zeigen.

¹³ Siehe S. Dale, The new economics of oil, The Oxford Institute for Energy Studies, Oktober 2015.

3.3 Phase 3: Rückkehr zu einer Politik der Preisstabilisierung

Die Fokussierung auf den Marktanteil erwies sich für die strapazierten öffentlichen Haushalte der OPEC-Länder als zu kostspielig¹⁴, sodass sich die Mitglieder im November 2016 mit führenden Nicht-OPEC-Produzenten darauf einigten, einen Ansatz zur Wiederherstellung eines Gleichgewichts am Ölmarkt zu verfolgen, um so die Preise zu stützen. Die weltweite Förderung wurde um 1,8 Millionen Barrel pro Tag gedrosselt, doch stiegen die Preise nur auf rund 50 USD je Barrel an. Allerdings trug die Beteiligung Russlands und anderer großer Nicht-OPEC-Produzenten dazu bei, die Rolle der OPEC am Markt teilweise aufrechtzuerhalten. Somit stammten im September 2017 immer noch 42 % des weltweiten Ölangebots aus OPEC-Staaten. Dennoch nahm die Produktion in den USA wieder Fahrt auf und überstieg schließlich das Niveau von 2014. Dies lässt den Schluss zu, dass große Schieferölproduzenten bei einem Barrelpreis von rund 50 USD zumindest auf kurze Sicht überlebensfähig waren.

Die Drosselung der OPEC-Fördermenge war eine Reaktion auf die erheblich gesunkenen Produktionskosten der Hochkostenproduzenten. Durch eine Reihe technologischer Verbesserungen konnten diese Produzenten ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern. Die Lebensdauer von Bohrschächten zur Gewinnung von Schieferöl konnte durch den Einsatz von Flüssigkeiten mit neuartiger chemischer Zusammensetzung bei den Injektionsbohrungen sowie insbesondere durch den flächendeckenden Einsatz von Refracking-Technologien verlängert werden.¹⁵ Bohrungen in die Nähe des sogenannten „Sweet Spot“¹⁶ erhöhten die Verwertungsraten und trugen zu einer weiteren Verringerung der Breakeven-Preise bei. Da sich die Schieferölproduzenten von den niedrigen Preisen unbeeindruckt zeigten, vergrößerte sich das Überangebot, und die Ölpreise verharrten auf einem Niveau, das deutlich unter dem durch die Produktionskosten gerechtfertigten Stand lag. Preise von etwa 50 USD je Barrel scheinen eher den kurz- bis mittelfristigen Gleichgewichtspreisen zu entsprechen. Um die Wiederherstellung des Gleichgewichts am Ölmarkt durch weltweite Angebotsbeschränkungen voranzutreiben, haben sich die Mitgliedstaaten, die die OPEC-Vereinbarung im November 2016 unterzeichnet hatten, kürzlich auf eine Verlängerung dieser Vereinbarung bis Ende 2018 (mit der Möglichkeit einer erneuten Prüfung im Juni 2018) verständigt.

¹⁴ Schätzungen des IWF zufolge lag der Marktpreis, der zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts in den OPEC-Staaten erforderlich war („fiscal expenditure break-even price“, fiskalischer Breakeven-Preis), im Jahr 2015 zwischen 58 USD (Katar) und 106 USD (Iran). Um die öffentlichen Finanzen Saudi-Arabiens zu stabilisieren, wurde laut Schätzungen ein Ölpreis von rund 93 USD benötigt. Siehe den statistischen Anhang in: IWF, Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, Oktober 2016.

¹⁵ Siehe EIA, Hydraulic fracturing accounts for about half of current U.S. crude oil production, Today in Energy, 15. März 2016.

¹⁶ Der Begriff „Sweet Spot“ bezeichnet die Stelle in einem Reservoir, die die höchste Konzentration an Rohöl aufweist. Dort sind die Förderkosten in der Regel geringer und die Effizienzquoten höher.

Kasten 2

Historische Aufgliederung des Ölpreises im Zeitalter des Schieferöls

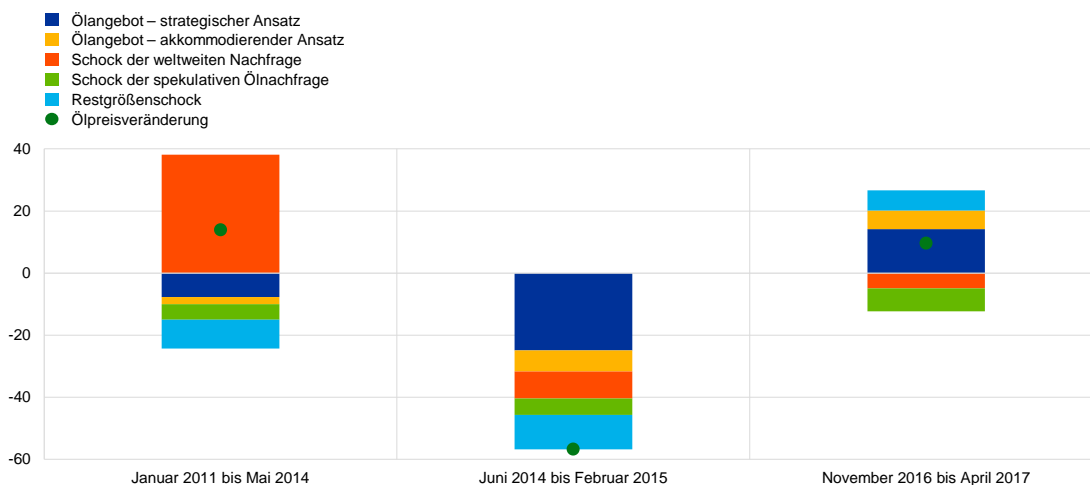
In diesem Kasten werden die Faktoren beurteilt, welche die Ölpreisentwicklung seit Anbruch der Schieferölära im Jahr 2011 beeinflussen; zugrunde gelegt werden dabei der Rahmen und der methodische Ansatz aus Kasten 1. Mit Blick auf die Ölpreisentwicklung und die Beschlüsse der OPEC lassen sich anhand lokaler Höchst- und Tiefstände der Preise drei Phasen unterscheiden: Januar 2011 bis Mai 2014, Juni 2014 bis Februar 2015 und November 2016 bis April 2017.

Während bis Mitte 2014 vor allem nachfrageseitige Faktoren für die Ölpreisentwicklung ausschlaggebend waren, legen die Schätzungen auf der Grundlage des SVAR-Modells den Schluss nahe, dass die Ölpreise seither vom Angebot bestimmt wurden. Im ersten der genannten Zeiträume, der mit dem Beginn der Schieferölrevolution zusammenfällt, stiegen die Ölpreise um 14 %. Grund dafür war ein stärkeres Wachstum der Nachfrage (+38 %), das teilweise durch eine geringfügige Zunahme des Angebots (+10 %) ausgeglichen wurde. Dies schlug sich negativ in der Preisdynamik nieder. Allerdings ist die Entwicklung des Ölpreises seit Mitte 2014 in erster Linie auf die Beschlüsse der OPEC zurückzuführen. Im November 2014 schaffte die OPEC die Förderquoten ab. Und in der Tat ergibt eine empirische Analyse, dass der in der zweiten Jahreshälfte 2014 und bis Anfang 2015 zu beobachtende Preisverfall, der insgesamt 57 % betrug, zu weiten Teilen (nämlich 39 %) durch angebotsseitige Faktoren bedingt war. Im Einzelnen entfielen 25 % auf die Sicherung des Marktanteils und weitere 7 % auf die Preisstabilisierungsmaßnahmen. Eine spekulative Nachfrage, die für diese Zeit als Erwartung eines künftigen Überangebots interpretiert werden kann, wodurch sich der Abbau der Lagerbestände verlangsamte, leistete einen negativen Beitrag von ebenfalls 7 %, wohingegen Nachfragefaktoren im selben Zeitraum 9 % zum Ölpreisrückgang beitrugen.

Seit Herbst 2016 sind weiterhin die Angebotsfaktoren die Haupttriebkkräfte der Ölpreisentwicklung, da die OPEC wieder zu einer Politik der Preisausrichtung zurückgekehrt ist. Die OPEC kündigte an, die Förderquoten wieder einzuführen, um so die Absorption des Überangebots zu erleichtern. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Aufwärtsbewegung der Preise vornehmlich durch angebotsseitige Faktoren im Zusammenhang mit der Stabilisierung des Marktanteils getragen wurde (von November 2016 bis April 2017 entfielen hierauf rund 15 %), wenngleich auch die Preisstabilisierungsstrategie einen kleinen Beitrag leistete (in Höhe von 6 %). Umgekehrt waren nachfrageseitige Faktoren bis zum ersten Quartal 2017 weniger relevant und scheinen seither einen leichten Abwärtsdruck auf die Preise ausgeübt zu haben (siehe Abbildung).

Historische Aufgliederung der Ölpreisentwicklung (2011-2016)

(in Prozentpunkten)



Quellen: IEA, EIA, World Economic Outlook und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von SVAR-Modellen (siehe Kasten 1).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017.

4 Mittelfristige Bedeutung von Schieferöl gemäß Mikroevidenz

Schieferöl wird auch in Zukunft eine wichtige Rolle in der Ölgewinnung spielen.

Die Hypothese, die der im Rahmen des Aufsatzes angestellten Analyse zugrunde liegt, ist, dass die Schieferölproduzenten als ernstzunehmende Konkurrenz wahrgenommen wurden, als sich ihre Angebotskapazitäten ausweiteten und ihre Breakeven-Preise fielen. Welche Rolle wird die Schieferölförderung aber mittelfristig spielen? In diesem Abschnitt wird Evidenz auf der Grundlage der aktuellen Prognosen von Rystad¹⁷ vorgestellt, wonach Schieferöl aus mindestens zwei Gründen weiterhin von Bedeutung sein wird: a) es wird mit weiteren Effizienzgewinnen gerechnet, und b) es wird erwartet, dass die Investitionen in diese Branche in den kommenden Jahren rasch zunehmen werden.

Durch den technologischen Fortschritt konnten die Breakeven-Produktionspreise von Schieferöl konsequent gesenkt werden.

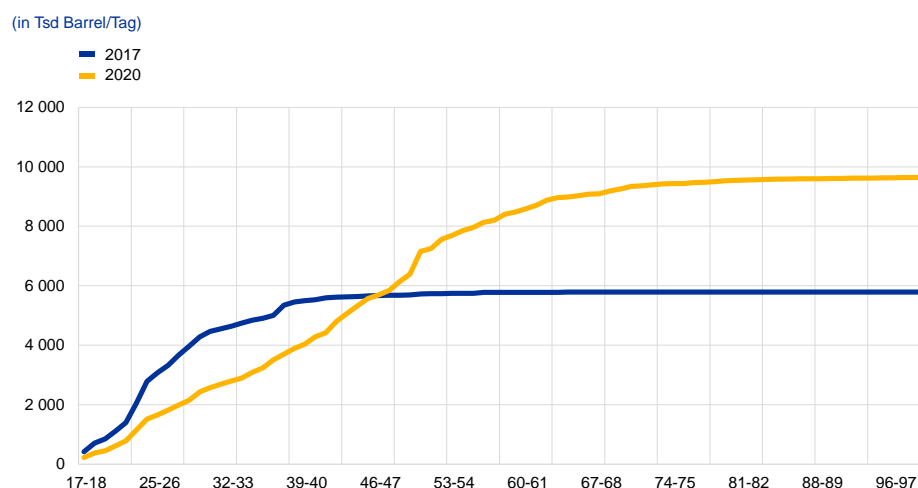
Unter Zuhilfenahme von Rystad-Daten vom August 2017 wird in Abbildung 10 die potenzielle Produktion von Schieferöl (in Millionen Barrel), aufgedgliedert nach der Preisspanne in den Jahren 2017 und 2020, veranschaulicht. Dabei werden bestehende und mögliche künftige Schieferölquellen (d. h. aktuelle Projekte und Erschließungsprojekte) mit einbezogen. Die Daten können daher als inverse Kurven des aggregierten Schieferölangebots interpretiert werden, wobei die blaue Linie das aktuelle und die gelbe das prognostizierte Angebot darstellt. Nahezu das gesamte

¹⁷ Rystad ist ein spezialisierter Anbieter von Datensätzen zu Ölmarktvariablen. Diese Daten wurden im vorliegenden Abschnitt zur Beurteilung der potenziellen Entwicklung der Schieferölproduktion herangezogen.

Angebot der derzeit in Betrieb befindlichen Bohranlagen kann wirtschaftlich zu Preisen zwischen 40 und 45 USD je Barrel produziert werden (siehe Abbildung 10). Dies entspricht einer Senkung der Produktionskosten um 30 % gegenüber dem Stand vor einigen Jahren.

Abbildung 10

Aktuelle (2017) und künftige (2020) Schieferölproduktion nach Breakeven-Preis



Quellen: Rystad und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die horizontale Achse zeigt die Spannen der Breakeven-Preise in US-Dollar. Im Ölsektor entsprechen die Breakeven-Preise definitionsgemäß den Kosten im Zusammenhang mit der gesamten Produktion entlang des Öl-Zyklus. Dazu zählen die allgemeinen Vertriebs- und Verwaltungskosten, die Kosten für Immobilienerwerb, Erkundungskosten, Kosten für Lizenzierungsrunden, Vorauszahlungen zur Sicherung der Erkundungs- und Förderrechte („Signature Bonus“), Bohrkosten, Ausgaben für die Erschließung und Entwicklung von Quellen, Produktions- und Instandhaltungskosten, Transportkosten, Steuern oder Abgaben an das Land, in dem sich das Ölvorkommen befindet, Kapitalerträge sowie eine Risikoprämie zur Abdeckung der mit Öl- und Gasinvestitionen verbundenen Unsicherheiten.

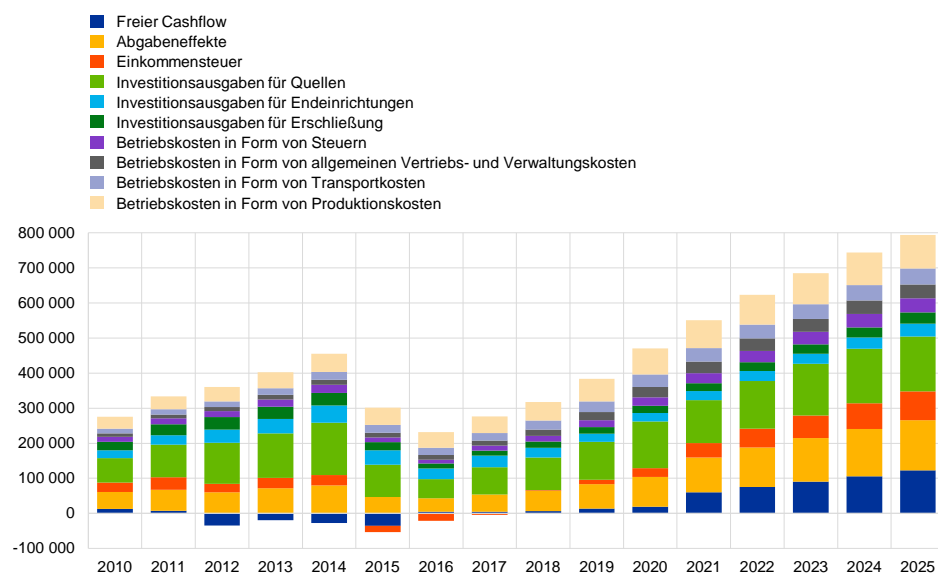
Der Vergleich der beiden Kurven (2017 und 2020) in Abbildung 10 zeigt auch, dass die derzeitige Förderung aus bestehenden Quellen auf 6 Millionen Barrel pro Tag begrenzt ist. Allerdings wird erwartet, dass das Schieferölangebot bei künftigen Preisen von über 40-45 USD je Barrel rasch über diese Grenze hinweg steigt. Insbesondere die Entwicklung kürzlich genehmigter Projekte könnte diesen Schätzungen zufolge ein Angebot von rund 9 Millionen Barrel pro Tag sichern, was einem Anstieg von mehr als 50 % in drei Jahren entspräche. Dies gilt jedoch unter der Voraussetzung, dass die Ölpreise über die Schwelle von 65 USD je Barrel, die noch vor einigen Jahren den Breakeven-Preis markierte, steigen. Die Angebotskurve für 2020 sollte jedoch mit Vorsicht interpretiert werden: Da die derzeit in Betrieb befindlichen Quellen innerhalb von zwei Jahren weitgehend versiegt sein werden und derzeit zu Preisen von unter 40-45 USD je Barrel arbeiten, zeigt der Kurvenverlauf, dass die Förderung in drei Jahren geringer sein wird als heute, wenn die Preise auf mittlere Sicht in dieser Spanne bleiben (siehe Abbildung 10). Ähnliche, zu anderen Onshore- (kein Schieferöl) und Offshore-Produktionen durchgeführte Analysen haben hingegen unveränderte inverse Angebotskurven ergeben, was auf eine konstante Kosten-/Angebotsstruktur schließen lässt und bestätigt, dass ein zusätzliches Angebot in der Zukunft fast ausschließlich in Form von Schieferöl vorliegen wird.

Dass sich die Schieferölgewinnung in den Vereinigten Staaten zu einer Kapitalanlage entwickelt hat, ist ebenfalls ein Beleg dafür, dass diese Industrie in den kommenden Jahren widerstandsfähig sein wird. Die Branche verzeichnet Kapitalzuflüsse, die den Erwartungen zufolge vor allem mittelfristig beträchtlich sein werden. Wie aus Abbildung 11 ersichtlich wird, dürften die Investitionen in den kommenden fünf Jahren höher ausfallen als in der Vergangenheit. So wird von einem durchschnittlichen Wachstum von 18 % pro Jahr ausgegangen, verglichen mit 14 % im Fünfjahresdurchschnitt bis 2014. Die Investitionsausgaben für Quellen, wozu unter anderem auch Bau- und Bohrkosten zählen, dürften mit am stärksten zunehmen. Diese Prognose steht im Einklang mit dem erwarteten Anstieg der Schieferölförderung in den USA vor allem im Permischen Becken (Midland und Delaware).

Abbildung 11

Kapitalanlagen in die Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten (einschließlich Prognosen)

(in Mio USD)



Quellen: Rystad und EZB-Berechnungen.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde untersucht, inwiefern Marktfundamentaldaten die Ölpreisentwicklung beeinflusst haben, seitdem es mit der Schieferölgewinnung eine tiefgreifende Neuerung am Markt gegeben hat. Empirische Ergebnisse eines SVAR-Modells mit Vorzeichenrestriktionen deuten darauf hin, dass sich die Schieferölförderung besonders seit dem Jahr 2014 in der Entwicklung der Ölpreise bemerkbar macht, und zwar sowohl direkt (über Wachstumsbeiträge zum weltweiten Angebot) als auch indirekt (durch Beeinflussung der OPEC-Förderpolitik). Durch die zunehmende Förderung von Schieferöl, die zu dieser Zeit jedoch noch nicht wettbewerbsfähig genug war, sah sich die OPEC veranlasst, ihre Marktanteile zu sichern. Als die Schieferölproduzenten jedoch Wettbewerbsgewinne erzielten, schwenkte die OPEC um und verfolgte eine Politik der Preisstabilisierung mit dem Ziel, einen Preis zu erreichen, der mit den Breakeven-Kosten der Grenzproduzenten vereinbar ist.

Die Mikroevidenz lässt darauf schließen, dass Schieferöl in den letzten Jahren nicht nur die Anreize für andere Produzenten und somit den Preisbildungsmechanismus verändert hat, sondern dass dieser Rohstoff mindestens für die nächsten 15 Jahre ein wesentlicher Bestandteil der Ölproduktion bleiben wird. Dank der rasch zunehmenden Investitionsströme dürfte das Tempo des Produktionswachstums aufrechterhalten werden können, was die Relevanz technologischer Verbesserungen auf dem Gebiet der Ölgewinnung verdeutlicht. Allerdings sind wichtige Fragen, beispielsweise zur Lebenserwartung der Schieferölrevolution, nach wie vor offen. Dies gilt insbesondere angesichts des unwahrscheinlichen Falls, dass sich die Schieferölförderung über die Grenzen der USA hinaus nennenswert ausweitete. Geologische Gegebenheiten, umweltpolitische Bedenken, Wasserknappheit und mangelnde Effizienz der Lieferketten haben bisher verhindert, dass sich die Schieferöltechnologie in größerem Umfang anderswohin verbreitet.

Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten auf die makroökonomische Analyse des Euro-Währungsgebiets

Sinkende Transportkosten und der Abbau von Handelshemmnissen in den vergangenen Jahrzehnten haben zu einer stärkeren Fragmentierung der Produktionsprozesse geführt, da die Unternehmen ihre Produktionsstandorte in verschiedenen Ländern ansiedeln und Vorleistungen grenzüberschreitend beziehen. Dadurch hat der Handel mit Vorleistungen (Waren und Dienstleistungen) merklich zugenommen. Insbesondere die Euro-Länder sind in zunehmendem Maße Teil von grenzüberschreitenden Produktionsketten sowohl innerhalb als auch außerhalb des gemeinsamen Währungsraums.

Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie globale Wertschöpfungsketten die Wirtschaft im Euroraum beeinflussen. Die Berücksichtigung dieser Wertschöpfungsketten in der statistischen Erfassung wirkt sich auf wichtige Wirtschaftsindikatoren aus. Der verstärkte Fokus auf Wertschöpfungsbeiträge anstatt auf den konventionellen Bruttohandel und der vermehrte Vorleistungshandel bringen Veränderungen in der Berechnung und Auslegung makroökonomischer Indikatoren mit sich. Zudem werden durch die Einbindung von Unternehmen und Sektoren in globale Wertschöpfungsketten und den daraus resultierenden Handel mit Vorleistungen länderübergreifende Verflechtungen geschaffen bzw. verstärkt, woraus sich Implikationen für die makroökonomische Analyse ergeben, und zwar im Hinblick auf Übertragungseffekte für die Realwirtschaft sowie die Qualifikationsstruktur und Entlohnung der Erwerbspersonen.

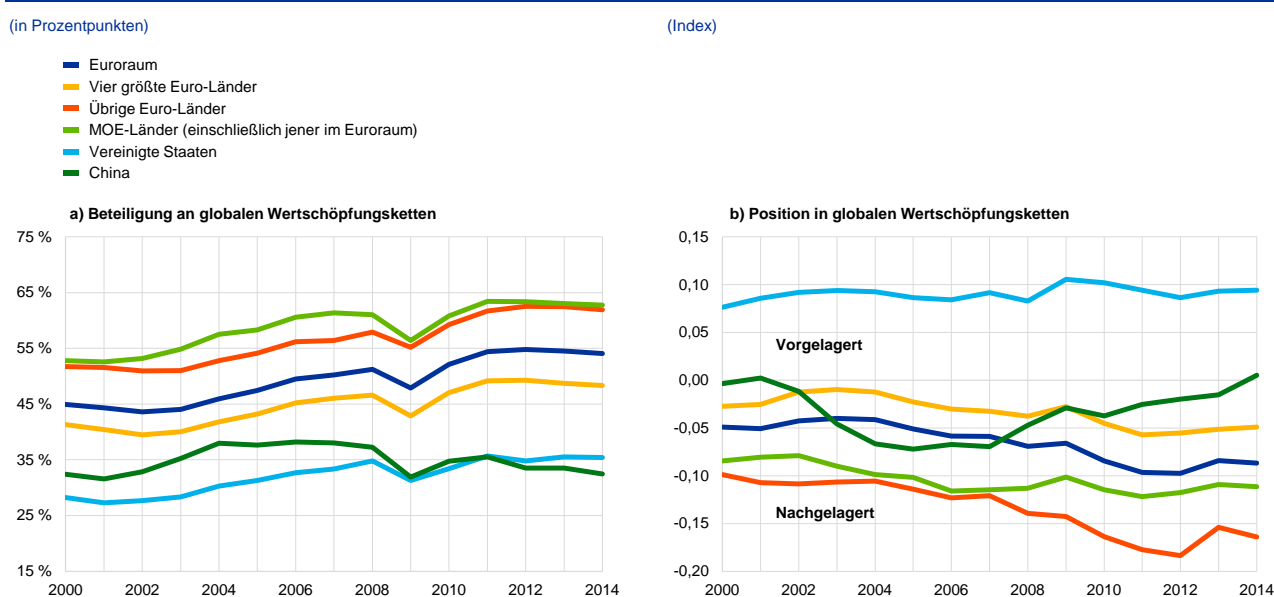
1 Einleitung

In den letzten Jahrzehnten kam es zu einer raschen Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten. Unternehmen verfügen mittlerweile über Produktionsstandorte in mehreren Ländern und beziehen ihre Vorleistungen über nationale Grenzen hinweg. Dabei sind die einzelnen Produktionsschritte zunehmend auf unterschiedliche Länder verteilt, sodass die Exporte einen hohen Anteil an importierten Vorleistungen enthalten (was auch als Importgehalt der Exporte bezeichnet wird). Dies hat dazu geführt, dass die Produktionsprozesse international fragmentiert sind, der Handel mit Vorleistungen stark zugenommen hat (Schätzungen zufolge entfallen etwa 60 % des weltweiten Handels auf Vorleistungsgüter) und der Bruttowert der Ausfuhren deutlich über der in den einzelnen Exportländern erbrachten Wertschöpfung liegt. Die ausschlaggebenden Faktoren für die Ausweitung der grenzüberschreitenden Lieferketten waren dabei bis vor Kurzem multilaterale Freihandelsabkommen und der daraus resultierende Abbau von tarifären und nichttarifären Handelshemmnissen, die Öffnung der Schwellenländer für den Welthandel, die Liberalisierung des Finanzsystems, die Internationalisierung der unternehmensbezogenen Dienstleistungen sowie technische Verbesserungen.

Vor allem die Euro-Länder sind in zunehmenden Maße in grenzüberschreitende Produktionsketten eingebunden. Unterstützt wird diese Entwicklung durch einen harmonisierten Regulierungsrahmen innerhalb der Europäischen Union und die Zugehörigkeit zu einem gemeinsamen Währungsraum, was den Aufbau regionaler Produktionsketten und den Handel mit Vorleistungsgütern mit der übrigen Welt begünstigt. Ein Vergleich der Länderindizes zur Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten¹ (siehe Grafik a) in Abbildung 1) zeigt, dass der Euroraum² stärker in internationale Produktionsketten eingebunden ist als andere große Volkswirtschaften wie die Vereinigten Staaten und China.

Abbildung 1

Beteiligung an und Position in globalen Wertschöpfungsketten von 2000 bis 2014



Quellen: World Input-Output Database (WIOD 2016) und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Einzelheiten zu den Messgrößen finden sich in Kasten 1. Die „vier größten Euro-Länder“ sind Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Bei den „übrigen Euro-Ländern“ handelt es sich um die restlichen Staaten des Euroraums, mit Ausnahme der Länder Mittel- und Osteuropas. „MOE-Länder“ bezieht sich auf alle Staaten in Mittel- und Osteuropa, die Mitglieder der EU sind. Fünf davon zählen zu den Euro-Ländern, während sechs Staaten nicht dem Euroraum angehören.

Nach der Großen Rezession in den Jahren 2008 bis 2009 hat sich die Expansion der internationalen Wertschöpfungsketten merklich verlangsamt.

Wie aus Grafik a) in Abbildung 1 hervorgeht, kam die Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten weltweit zum Erliegen. Zurückzuführen war dies zum Teil auf die steigenden Arbeitskosten in den Schwellenländern sowie das Onshoring³ multinationaler Aktivitäten in die Exportmärkte (Verkürzung der globalen Wertschöpfungsketten und damit Ansiedlung der Produktion in größerer räumlicher Nähe

¹ Einzelheiten zu den verschiedenen Messgrößen der Integration in globale Wertschöpfungsketten finden sich in Kasten 1.

² Die in Abbildung 1 dargestellten Aggregate für den Euroraum beinhalten den Handel der Euro-Länder untereinander in internationalen Wertschöpfungsketten. Ohne den Handel innerhalb des Euroraums würde sich eine geringere Beteiligung des Eurogebiets an globalen Wertschöpfungsketten ergeben. Dies unterstreicht die Bedeutung regionaler Produktionsketten.

³ Unter Onshoring ist die teilweise Verlagerung der Produktion von Vorleistungsgütern in die Nähe des Kundenstandorts zu verstehen. Bei der Fertigung eines in Asien vertriebenen Fahrzeugmodells würde die Produktion der Komponenten und Einzelteile beispielsweise in den asiatischen Raum zurückverlegt.

zu den Nachfragemärkten). Zudem hatte die Einführung protektionistischer nichttarifärer Handelsbeschränkungen (beispielsweise durch Anforderungen bezüglich der Höhe einheimischer Wertschöpfungsanteile und andere regulatorische Vorschriften) zur Folge, dass die Handelskosten anstiegen und die Expansion der globalen Wertschöpfungsketten gebremst wurde. Weitere mögliche Ursachen sind die globale Nachfrageverschiebung zugunsten der im Vergleich zu Waren weniger handelsintensiven Dienstleistungen sowie die Robotisierung, die eine Rückverlagerung der Fertigung in die fortgeschrittenen Volkswirtschaften begünstigt.⁴

Die Euro-Länder waren von der Verkürzung der globalen Wertschöpfungsketten allerdings weniger stark betroffen als andere Länder (siehe Grafik a) in Abbildung 1). Besonders ausgeprägt war der Verkürzungsprozess in China. Während die Beteiligung der Vereinigten Staaten an internationalen Wertschöpfungsketten im Jahr 2014 (dem letzten Jahr, für das Angaben vorliegen) mit jener des Jahres 2008 vergleichbar war, stand im Euroraum ein deutlicher Anstieg zu Buche, der dem Handel der Euro-Länder untereinander zuzuschreiben ist.

Seit Beginn des 21. Jahrhunderts hat sich auch der Anteil der ausländischen Wertschöpfung in den Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets erhöht, d. h., die Euro-Länder setzen bei Generierung ihrer Exporte zunehmend importierte Vorleistungen ein. In Grafik b) in Abbildung 1 ist die Position ausgewählter Volkswirtschaften in den globalen Wertschöpfungsketten (GWK) im Zeitverlauf dargestellt. Der Index der GWK-Position⁵ ist im Eurogebiet in den vergangenen Jahren weiter in den negativen Bereich gefallen. Das bedeutet, dass die Unternehmen im Euroraum vermehrt auf ausländische Vorleistungen zurückgreifen und weniger Vorleistungen exportieren. Daher hat sich ihre Position in den internationalen Wertschöpfungsketten weiter in den „nachgelagerten“ Bereich verschoben. Hingegen ist die Position der großen Euro-Länder im Vergleich zu jener der kleinen Volkswirtschaften des Euroraums und jener der mittel- und osteuropäischen Länder (MOE-Länder)⁶ „vorgelagert“. Dies bedeutet, dass die beiden zuletzt genannten Gruppen bei der Herstellung ihrer Exportgüter einen vergleichsweise höheren Anteil importierter Vorleistungen einsetzen, was häufig mit Endmontage-Tätigkeiten zusammenhängt, die sie im Rahmen des europäischen Beitrags zu den globalen Wertschöpfungsketten ausführen. Im Gegensatz zu diesen Ländern nehmen die Vereinigten Staaten eine relativ vorgelagerte Position ein, da sie Vorleistungen im Bereich Forschung und Entwicklung sowie des Finanz- und des Rohstoffsektors für die übrige Welt bereitstellen. Auch Chinas⁷ Position in den internationalen Wertschöpfungsketten ist, wie ein Vergleich der Jahre 2007 und 2014 zeigt, inzwischen deutlich mehr vorgelagert.

⁴ Zur Erläuterung der Ursachen für die allgemeine Verlangsamung des Welthandels siehe IRC Trade Task Force, *Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, September 2016.

⁵ Eine Definition findet sich in Kasten 1.

⁶ Folgende MOE-Länder wurden in dieser Analyse berücksichtigt: Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, die Slowakei, Slowenien, die Tschechische Republik und Ungarn.

⁷ Siehe EZB, Wachstum und Neuausrichtung der Wirtschaft in China und Implikationen für die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 7/2017, November 2017.

Globale Wertschöpfungsketten wirken sich auch auf wichtige Wirtschafts-

indikatoren aus. Der verstärkte Fokus auf Wertschöpfungsbeiträge anstatt auf den konventionellen Bruttohandel und der vermehrte Vorleistungshandel bringen Herausforderungen für die Berechnung und Auslegung makroökonomischer Indikatoren mit sich. Abschnitt 2 analysiert die Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten auf die Messung und Interpretation von drei zentralen Indikatoren: reale effektive Wechselkurse, Exportmarktanteile und die globale Nachfragelastizität des Handels.

Durch die Beteiligung von Unternehmen und Sektoren an internationalen Wertschöpfungsketten und den daraus resultierenden Vorleistungshandel werden länderübergreifende Verflechtungen geschaffen oder verstärkt.

Hieraus ergeben sich wichtige Folgen für die makroökonomische Analyse.

Abschnitt 3 befasst sich mit den Übertragungseffekten für die Realwirtschaft sowie der Qualifikationsstruktur und Entlohnung der Erwerbspersonen.

Kasten 1

Messung der Einbindung in globale Wertschöpfungsketten

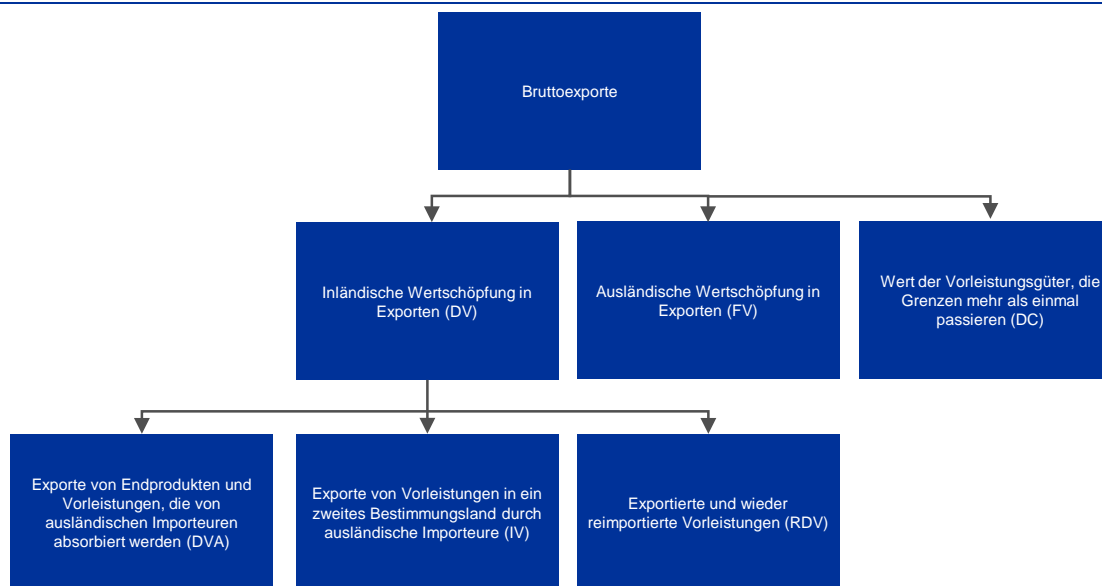
In der jüngeren Fachliteratur über globale Wertschöpfungsketten werden globale Input-Output-Tabellen herangezogen, um die Wertschöpfungsströme über die unterschiedlichen Stufen des Produktionsprozesses hinweg nachzuverfolgen.⁸

Zunächst werden die Bruttoexportströme von Waren und Dienstleistungen so aufgeteilt, dass wertschöpfungsgenerierende Prozesse von den mehrfach grenzüberschreitenden Verschiebungen von Vorleistungen getrennt werden (Vermeidung von Doppelzählungen)⁹. Im Schaubild sind die drei Hauptkomponenten der Bruttoexportströme dargestellt: a) inländische Wertschöpfung (Domestic Value Added – DV), b) ausländische Wertschöpfung (Foreign Value Added – FV) und c) ein Doppelzählungsterm (Double-Counting Term – DC). Die inländische Wertschöpfung spiegelt den Einsatz inländischer Produktionsfaktoren bei der Herstellung von Exporterzeugnissen wider und erfasst daher den tatsächlichen Beitrag der Exporte zum BIP. Die ausländische Wertschöpfung umfasst den Einsatz ausländischer Produktionsfaktoren bei der Herstellung von Exporterzeugnissen. Die dritte Komponente schließlich stellt den Wert der Vorleistungen dar, die Grenzen mehr als einmal passieren, und enthält somit Doppelzählungen.

⁸ Siehe R. Koopman, Z. Wang und S. J. Wei, Tracing value added and double counting in gross exports, in: American Economic Review, Bd. 104(2), 2014, S. 459-494, und Z. Wang, S. J. Wei und K. Zhu, Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels, Working Paper des NBER, Nr. 19677, 2013.

⁹ Zu Doppelzählungen kommt es, wenn Vorleistungsgüter mehr als einmal eine nationale Grenze passieren.

Zerlegung von Bruttoexporten in Wertschöpfungskomponenten



Quelle: Basierend auf Koopman et al. (2014).

Anmerkung: Der Wert der Vorleistungen, die Grenzen mehr als einmal passieren, entspricht dem Wert sämtlicher in Land A produzierter Vorleistungen, die in das Land B ausgeführt (und somit als Export des Landes A gezählt) werden, um Produkte für ein anderes Land (entweder das Land A oder ein Drittland C) herzustellen, und die daher auch in die Bruttoexporte des Landes B einfließen.

Bei der Komponente der inländischen Wertschöpfung muss noch weiter unterschieden werden zwischen den Handelsströmen, die im Ausland durch Endverbrauch oder Investitionen absorbiert werden (DVA), und jenen, die weiterexportiert werden (IV) und somit von der Nachfrage in den betreffenden Ländern abhängen.¹⁰ Die reimportierte inländische Wertschöpfung (Returned Domestic Value Added – RDV) schließlich bezieht sich auf Exporte, die als Vorleistungen in Produktionsprozessen im Ausland eingesetzt werden, im weiteren Verlauf aber wieder eingeführt und im Inland verbraucht werden.

Durch Wertschöpfungsrechnungen lässt sich die Einbindung eines bestimmten Landes oder Sektors in grenzüberschreitende Produktionsketten messen. Die Rückwärtsverflechtung (oder nachgelagerte Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten) kann als Wertschöpfungsanteil der eingesetzten ausländischen Vorleistungen („FV“ im Schaubild) bei der Herstellung von Exporterzeugnissen gemessen werden. Die Vorwärtsverflechtung (oder vorgelagerte Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten) hingegen kann über den Wertschöpfungsanteil der Vorleistungen gemessen werden, die an einen Handelspartner exportiert, weiterverarbeitet und von diesem Handelspartner weiterexportiert werden („IV“ im Schaubild).

Aus dieser Zerlegung können synthetische Messgrößen der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten (GWK-Beteiligung) und der Position in globalen Wertschöpfungsketten (GWK-Position) abgeleitet werden. Der Grad der Beteiligung eines Landes oder Sektors an globalen Wertschöpfungsketten kann definiert werden als Summe der GWK-bezogenen Komponenten dividiert durch die Bruttoexporte (E_{ijt}), d. h.:

$$GWK_Beteiligung_{ijt} = \frac{FV_{ijt}}{E_{ijt}} + \frac{IV_{ijt}}{E_{ijt}}$$

¹⁰ Die Abkürzungen DVA und IV stehen für Domestic Value Added Absorbed (absorbierte inländische Wertschöpfung) und Indirect Value Added (indirekte Wertschöpfung).

Durch Betrachtung der relativen Bedeutung des Vorleistungsbezugs und der Produktion von Fertigwaren kann ein Maß für eine – relativ gesehen – nach- oder vorgelagerte Position eines Landes oder Sektors abgeleitet werden:

$$GWK_Position_{ijt} = \ln\left(1 + \frac{IV_{ijt}}{E_{ijt}}\right) - \ln\left(1 + \frac{FV_{ijt}}{E_{ijt}}\right)$$

Ein vergleichsweise höherer Anteil ausländischer Wertschöpfung, die von vorgelagerten Vorleistungslieferanten bezogen wird, würde auf eine nachgelagerte Position hinweisen und somit zu einem negativen Indexwert führen. Demgegenüber wäre ein höherer Anteil an Wertschöpfung in weiterexportierten Vorleistungsgütern ein Indiz für eine vorgelagerte Position; in diesem Fall wäre der Index positiv. Messgrößen für die GWK-Beteiligung und die GWK-Position können für bilaterale Handelsbeziehungen der Länder/Sektoren i und j oder als aggregierter Wert für ein Land oder einen Sektor berechnet werden.

Für die Zerlegung des Bruttohandels in seine Wertschöpfungskomponenten sind globale Input-Output-Tabellen erforderlich. Bei den meisten Analysen im vorliegenden Aufsatz wurde die World Input-Output Database (WIOD)¹¹ zugrunde gelegt, von der zwei Versionen verfügbar sind – die WIOD 2013 mit Daten für 40 Länder und aggregierten Angaben für die übrige Welt für den Zeitraum von 1995 bis 2011 sowie die WIOD 2016 mit einer detaillierteren sektoralen Aufgliederung für 43 Länder und die übrige Welt, die den Zeitraum von 2000 bis 2014 abdeckt.

2 Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten auf die Messung und Interpretation makroökonomischer Indikatoren

2.1 Auf globalen Wertschöpfungsketten basierende reale effektive Wechselkurse

Reale effektive Wechselkurse (REWKs) sind ein Maß für die internationale preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft.

REWKs werden als handelsgewichteter Durchschnitt der preisniveaubereinigten bilateralen Wechselkurse eines Landes gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern ermittelt.¹² Sie werden in aggregierten Modellen der Export- und Importströme sowie als synthetischer Indikator für die Analyse des Außenhandels und der Zahlungsbilanz verwendet.

¹¹ Siehe www.wiod.org.

¹² Siehe auch EZB, Revidierte Außenhandelsgewichte für die effektiven Wechselkurse des Euro tragen der zunehmenden Bedeutung der Schwellenländer Rechnung, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015.

Die Interpretation klassischer REWKs wird dadurch erschwert, dass importierte Vorleistungen in der heutigen globalisierten Wirtschaft sehr häufig zur Herstellung von Exporterzeugnissen eingesetzt werden. Daher treten Länder oftmals auf bestimmten Stufen der Wertschöpfungskette miteinander in Wettbewerb (zwei Schwellenländer könnten beispielsweise um den Zusammenbau eines Smartphones konkurrieren). Klassische Messgrößen der REWKs unterstellen jedoch den Wettbewerb beim Verkauf von Produkten, die vollständig im Inland und unter Einsatz ausschließlich inländischer Vorleistungen erzeugt werden.

Die Muster des bilateralen Handels auf Wertschöpfungsbasis können sich erheblich von jenen des Bruttohandels unterscheiden, was bedeutet, dass auf Bruttowertbasis angegebene Handelsgewichte den Grad des bilateralen Wettbewerbs um Wertschöpfungsexporte möglicherweise über- oder unterzeichnen. Um diesem Effekt Rechnung zu tragen, lassen sich unter Zugrundelegung wertschöpfungsbasierter Handelsdaten wertschöpfungsbezogene reale effektive Wechselkurse (WREWKs) ermitteln. WREWKs berücksichtigen somit, dass Bruttoströme von Vorleistungen, die beispielsweise zwischen Nachbarländern gehandelt werden, den Umfang der in den Endprodukten enthaltenen Wertschöpfung verzerrt darstellen.

Zudem beeinflusst der intensive internationale Austausch von Vorleistungen die Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf den Handel. Die Aufwertung der eigenen Währung gegenüber der eines Handelspartners, von dem ein Land viele Vorleistungen bezieht (z. B. Komponenten, die China für den Zusammenbau von Smartphones aus Japan importiert), wirkt sich unter Umständen positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes aus, da sich hierdurch die Kosten für die Einfuhr von Vorleistungen verringern. Dieser Effekt lässt sich mithilfe von Input-Output-bezogenen realen effektiven Wechselkursen (IOREWKs) berücksichtigen. Damit wird ein zusätzlicher Kanal identifiziert, über den Wechselkursänderungen auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wirken. Eine Währungsaufwertung führt nicht nur zu einer relativen Verteuerung inländischer Güter und Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsposition des Landes, sondern hat auch dem entgegenwirkende Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit, da sie einen Rückgang der Kosten der bei der Produktion eingesetzten ausländischen Vorleistungen nach sich zieht.

Auf GWK-Gewichten basierende REWKs bieten daher eine Ergänzung zu bestehenden Messgrößen und verbessern die Interpretation traditionellerer, auf Bruttohandelszahlen basierender Maße, die bei der Berechnung der von der EZB veröffentlichten REWKs verwendet werden.¹³ Bei der Ermittlung der

WREWKs werden die klassischen bilateralen, auf Basis des gesamten Bruttohandels angegebenen Handelsgewichte durch Gewichte auf Wertschöpfungsbasis ersetzt. Für die Berechnung der IOREWKs hingegen wird der bilaterale Vorleistungshandel berücksichtigt. Dabei wird den Partnern, die einen Großteil der Vorleistungen für die Produktion eines Landes liefern, ein geringeres Gewicht beigemessen, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass eine Währungsaufwertung gegenüber diesen Handelspartnern die Wettbewerbsfähigkeit des Importlandes aufgrund sinkender Produktionskosten erhöhen kann.¹⁴

Auch wenn zwischen GWK-Gewichten und Bruttohandelsgewichten eine hohe Korrelation besteht, sind die absoluten Differenzen nicht unerheblich. In

Tabelle 1 sind die Korrelationskoeffizienten zwischen GWK-basierten Handelsgewichten (d. h. den Anteilen der einzelnen Handelspartner am gesamten Handel in einem bestimmten Land) und klassischen Handelsgewichten dargestellt. Auf den ersten Blick scheinen die verschiedenen Gewichte in den meisten Ländern eine hohe Korrelation aufzuweisen, mit Ausnahme einiger kleiner Staaten (Litauen, Luxemburg und der Slowakei), bei denen der Korrelationskoeffizient unter 0,8 liegt. Trotz dieser hohen Korrelation bestehen jedoch erhebliche absolute Differenzen zwischen GWK-Gewichten und klassischen Handelsgewichten. Zur Veranschaulichung zeigt Abbildung 2 für jedes Land den Durchschnitt der absoluten prozentualen Abweichung der wertschöpfungsbasierten und der Input-Output-basierten Handelsgewichte seiner Handelspartner von den klassischen Handelsgewichten. Wie der Darstellung zu entnehmen ist, weichen beide Handelsgewichte im Schnitt meist um rund 50 % und in einigen Fällen sogar um mehr als 100 % von den klassischen Handelsgewichten ab.

Tabelle 1

Koeffizient der Korrelation von WREWK- und IOREWK-Gewichten mit Bruttohandelsgewichten

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
IOREWK	0,91	0,88	0,92	0,94	0,94	0,91	0,94	0,90	0,91	0,65	0,50	0,85	0,94	0,92	0,97	0,87	0,71	0,84
WREWK	0,97	0,93	0,97	0,83	0,91	0,93	0,93	0,87	0,92	0,88	0,83	0,93	0,92	0,97	0,96	0,96	0,93	0,87

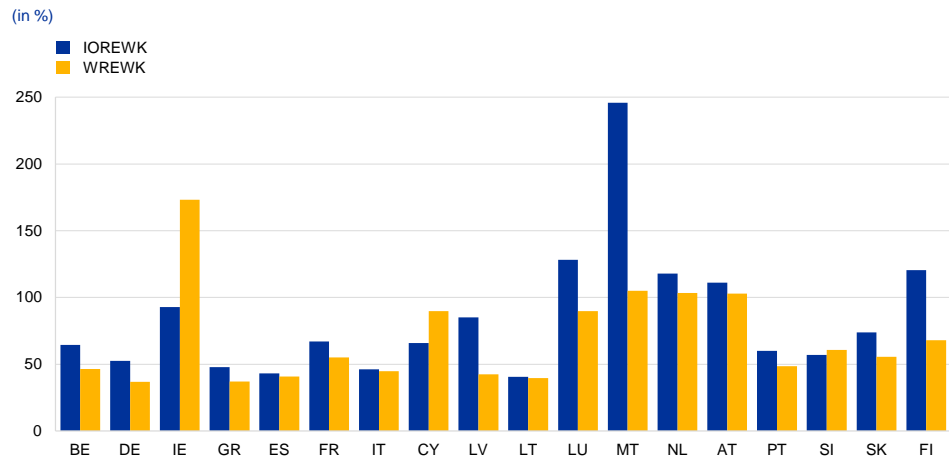
Quellen: Bems und Johnson (2015), a. a. O., EZB und EZB-Berechnungen.

¹³ Siehe R. Bems und R. C. Johnson, Demand for Value Added and Value-Added Exchange Rates, Working Paper des NBER, Nr. 21070, 2015.

¹⁴ Um volle Konsistenz zu gewährleisten, werden die GWK-REWKs im Einklang mit dem von der EZB bei der Berechnung der von ihr veröffentlichten REWKs angewandten Verfahren ermittelt, d. h. unter Verwendung nicht überlappender Dreijahres-Mittelwerte als Gewichte. Standard-REWKs werden neu berechnet, indem die nominalen Wechselkurse mit relativen BIP-Deflatoren deflationiert werden. Aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von Input-Output-Daten wird ein Korb mit lediglich 40 (statt 57 Währungen) betrachtet.

Abbildung 2

Durchschnittliche absolute Abweichung der WREWK- und IOREWK-Ländergewichte von den klassischen Handelsgewichten



Quellen: Bems und Johnson (2015), a. a. O., EZB und EZB-Berechnungen.

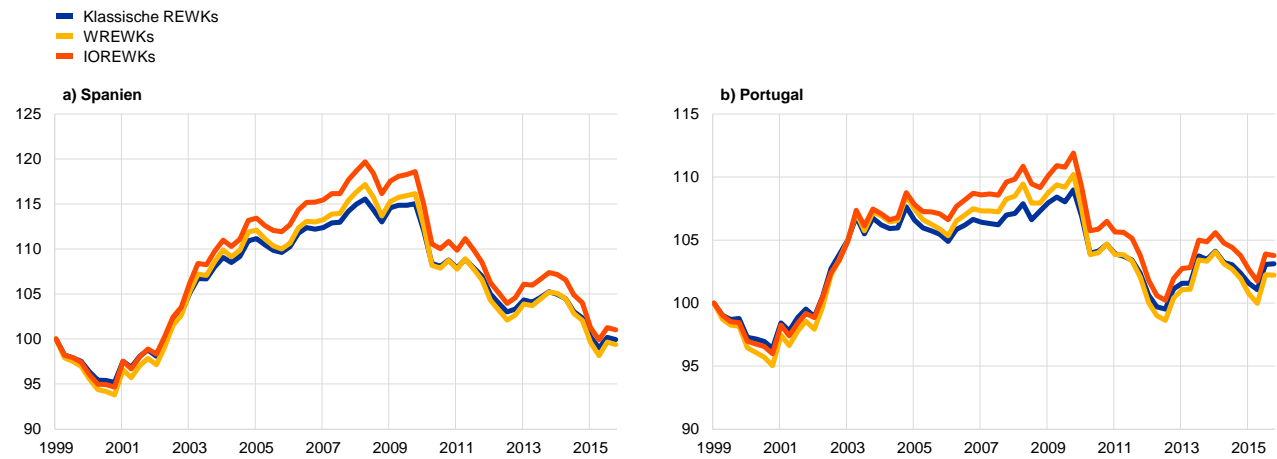
Anmerkung: Die durchschnittliche absolute prozentuale Abweichung der GWK-basierten Handelsgewichte von den klassischen Handelsgewichten wird für die einzelnen Länder wie folgt berechnet: In einem ersten Schritt wird für jeden Handelspartner eines Landes die prozentuale Abweichung seines wertschöpfungs-basierten von seinem klassischen Handelsgewicht ermittelt. Danach wird das arithmetische Mittel der absoluten Werte dieser prozentualen Abweichungen bestimmt, um die durchschnittliche absolute prozentuale Abweichung zu erhalten.

Bemerkenswert ist dabei, dass die GWK-REWKs in den von der Krise am stärksten betroffenen Euro-Ländern eine größere Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit anzeigen. Das lässt darauf schließen, dass sie zu einer frühzeitigen Erkennung bestehender länderspezifischer Schwachstellen hätten beitragen können. In den Ländern des Euroraums ergibt sich beim Vergleich der Dynamik der GWK-REWKs und der klassischen REWKs ein weitgehend stimmiges Bild. Was jedoch die Entwicklung der REWKs in den von der Krise am meisten betroffenen Ländern (siehe die Beispiele für Spanien und Portugal in Abbildung 3) anbelangt, so deuten sowohl die Messgröße WREWK als auch – in noch stärkerem Maße – die Messgröße IOREWK auf einen erheblichen Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit in den Vorkrisen-jahren und damit auf stärkere Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit nach der Krise hin. In der makroökonomischen Analyse wäre eine Betrachtung der GWK-REWKs daher sinnvoll, denn sie könnte wertvolle zusätzliche Einblicke in die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit liefern.

Abbildung 3

Vergleich von WREWK-, IOREWK- und klassischen REWK-Indizes

(Index: Q1 1999 = 100)



Quellen: Bems und Johnson (2015), a. a. O., EZB und EZB-Berechnungen.

2.2 Globale Wertschöpfungsketten und Exportmarktanteile

Aufgrund der Integration in globale Wertschöpfungsketten spiegelt sich der an der Wertschöpfung gemessene internationale Handelsbeitrag eines Landes möglicherweise nicht korrekt in den Bruttoexporten wider. Da Vorleistungen entlang der Produktionskette mehrfach Landesgrenzen passieren, kann die Nachverfolgung von Wertschöpfungsströmen von entscheidender Bedeutung für die Bewertung des tatsächlichen Weltmarktbeitrags eines Landes sein. Input-Output-Daten lassen sich heranziehen, um Informationen über die Wertschöpfungsstrukturen von Ländern¹⁵ zusammenzutragen. Sie können zudem um Handelspreisdaten ergänzt werden, um die hinter der Entwicklung von Marktanteilen stehenden preislichen und nichtpreislichen Faktoren zu untersuchen.

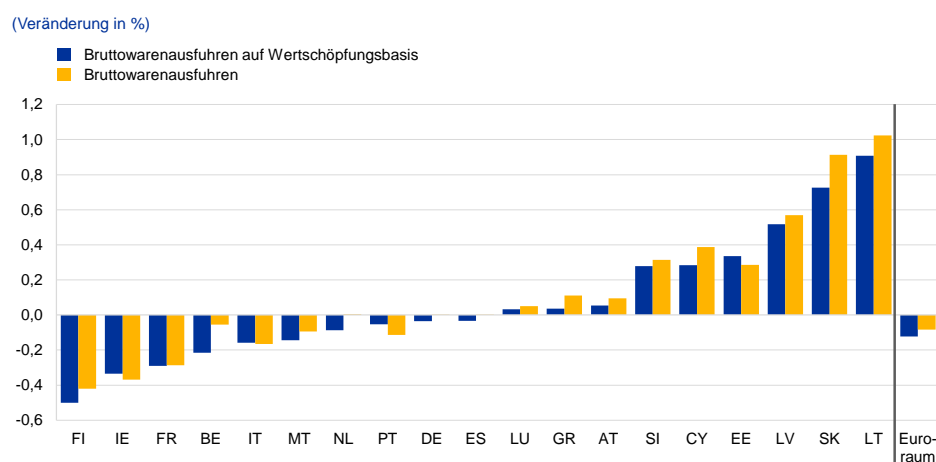
Die Entwicklung der Marktanteile gemessen an Wertschöpfungs- und Bruttohandelsströmen folgte im Zeitraum von 2000 bis 2014 einem weitgehend gleichen Trend. In Abbildung 4 werden die Veränderungen der auf Wertschöpfung basierenden Marktanteile bei den Warenausfuhren (der Einfachheit halber als „wertschöpfungsbezogene Marktanteile“ bezeichnet) mit den sich aus dem Bruttowarenexport ergebenden klassischen globalen Marktanteilen verglichen.¹⁶ Beide Messgrößen deuten auf beträchtliche Zugewinne bei den Marktanteilen der zum Euro-Währungsgebiet gehörenden mittel- und osteuropäischen Länder und entsprechende Verluste aufseiten der meisten anderen Länder des Euroraums hin. Weniger ausgeprägte Zuwächse auf Wertschöpfungsbasis im Vergleich zur Steigerung des Bruttohandels in Slowenien und der Slowakei lassen sich mit der Auslagerung der Endfertigung von Kraftfahrzeugen aus Deutschland, Frankreich und

¹⁵ Siehe Kasten 1.

¹⁶ Die Marktanteile werden mithilfe bilateraler Handels- und Preisinformationen aus der UN-Comtrade-Datenbank sowie Input-Output-Daten der WIOD (2016) ermittelt.

Italien in diese Länder erklären. Eine ähnliche Entwicklung ist bei der Herstellung von Nahrungsmitteln, chemischen Erzeugnissen und Holzwaren zu beobachten, die von Finnland, Schweden und Deutschland nach Litauen und Lettland verlagert wird. Auch in Estland zeigen sich die erwähnten Trends der anderen baltischen Staaten, wobei jedoch größere wertschöpfungs-basierte Zugewinne auf der rückläufigen Auslagerung der Elektronikfertigung aus Finnland beruhen.¹⁷

Abbildung 4
Veränderungen der globalen Marktanteile der Euro-Länder von 2000 bis 2014



Quellen: WIOD, UN Comtrade sowie Berechnungen der Latvijas Banka und der Oesterreichischen Nationalbank.
Anmerkung: Dargestellt ist die kumulierte logarithmierte Veränderung der globalen Marktanteile. Die Angaben für den Euroraum wurden als gewichteter Durchschnitt für die einzelnen Euro-Länder berechnet (gewichtet nach Bruttoexporten und Bruttoausfuhren auf Wertschöpfungsbasis).

Wie die Aufschlüsselung der Bestimmungsfaktoren für die Veränderung der globalen Marktanteile nahelegt, spielt die internationale Fragmentierung der Produktion eine nicht unerhebliche Rolle bei der Verschiebung von Marktanteilen (siehe Abbildung 5). Veränderungen der globalen wertschöpfungsbezogenen Marktanteile lassen sich aufgliedern in Veränderungen im Aufbau der Produktionsketten, Preisschwankungen und (als residualer Faktor) Änderungen nichtpreislicher Wettbewerbsfähigkeit, die mit der Produktqualität und dem Verbrauchergeschmack im Zusammenhang stehen können.¹⁸ Die Aufschlüsselung erfolgt sehr detailliert auf Produktebene, wodurch Unterschiede bei den Marktbedingungen berücksichtigt werden können. Zunächst wird die Elastizität der realen Handelsströme gegenüber Veränderungen der relativen Preise für jedes Produkt auf jedem geografischen Markt geschätzt. Kombiniert mit den Veränderungen der Durchschnittswerte ergibt sich der Beitrag von Preis- und Kostenfaktoren auf disaggregierter Ebene. Anschließend wird der aggregierte Beitrag der preislichen Wettbewerbsfähigkeit bestimmt. Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass jedes Erzeugnis Wertschöpfungsbeiträge aus verschiedenen Ländern enthält, werden bei

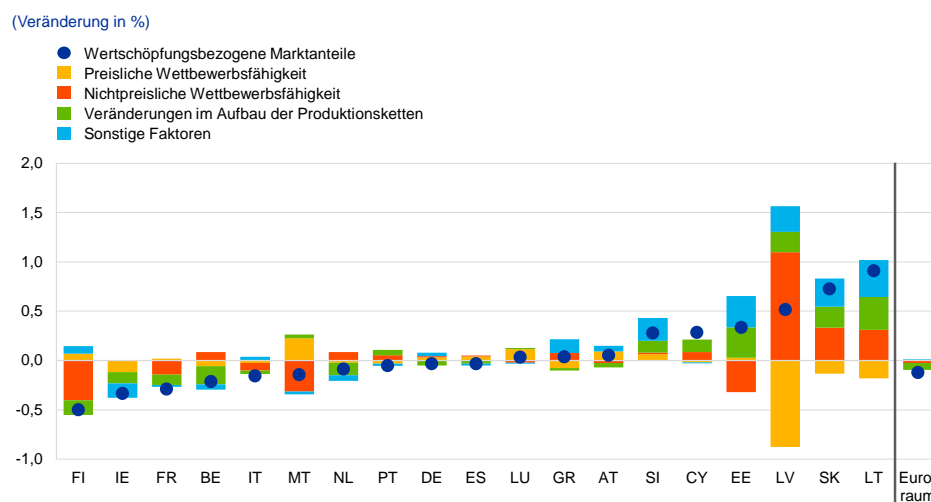
¹⁷ Dies stand im Zusammenhang mit dem Produktionsbetrieb von Elcoteq in Estland, der Ende der 1990er-Jahre aufgenommen und später erheblich reduziert wurde.

¹⁸ Die Aufgliederung beinhaltet auch „sonstige Faktoren“, z. B. Nachfrageverschiebungen oder Veränderungen in der Zusammensetzung der Wettbewerber. Die empirische Bedeutung dieser sonstigen Faktoren erweist sich als gering, gleichwohl ist ihre Einbeziehung für eine theoretisch fundierte Aufgliederung erforderlich.

der Aggregation die wertschöpfungsbezogenen Gewichtungen herangezogen (und nicht die aus dem Bruttohandel, wie beim klassischen REWK). Darüber hinaus wird ein spezieller Term eingeführt, der die Verschiebungen in den globalen Wertschöpfungsketten abbildet; er wird berechnet als die gewichtete Zunahme des Anteils eines Landes an den gesamten Warenexporten aller Länder. Eine positive Veränderung im Aufbau der Produktionsketten kann entweder durch einen höheren binnenwirtschaftlichen Wertschöpfungsbeitrag zu den eigenen Bruttoausfuhren eines Landes oder durch einen größeren Wertschöpfungsanteil an den Bruttoexporten von Drittländern erreicht werden. Die nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit ergibt sich als Residuum und schließt alle bislang unberücksichtigten Faktoren ein ¹⁹

Abbildung 5

Aufschlüsselung der wertschöpfungsbezogenen Marktanteile von 2000 bis 2014



Quellen: WIOD, UN Comtrade sowie Berechnungen der Latvijas Banka und der Oesterreichischen Nationalbank.
 Anmerkung: Die sonstigen Faktoren beinhalten den extensiven Rand, die Zusammensetzung der Wettbewerber sowie Verschiebungen der Nachfragestruktur. Die Abbildung zeigt die kumulierten logarithmierten Veränderungen der globalen Marktanteile. Die Angaben für den Euroraum wurden als gewichteter Durchschnitt für die einzelnen Euro-Länder berechnet (gewichtet nach Bruttoausfuhren auf Wertschöpfungsbasis). Nähere Einzelheiten zur Methodik finden sich bei Benkovskis und Wörz (2015).

¹⁹ Weitere Einzelheiten zur Methodik finden sich bei K. Benkovskis und J. Wörz, 'Made in China' – How does it affect our understanding of global market shares?, Working Paper Series der EZB, Nr. 1787, 2015.

Veränderungen der GWK-Beteiligung und Auslagerungen führten im Zeitraum von 2000 bis 2014 zu einem Verlust von Marktanteilen der Länder des Euroraums außerhalb Mittel- und Osteuropas (mit Ausnahme von Portugal, Luxemburg, Malta und Zypern) und zu Zugewinnen bei den MOE-Ländern des Eurogebiets (siehe Abbildung 5). Gleichzeitig machten Qualitätssteigerungen und Verbraucherpräferenzen für Produkte der zum Eurogebiet gehörenden MOE-Länder die Abnahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit mehr als wett. Verglichen mit den Marktanteilen auf Basis des Bruttoexports fällt der Einfluss der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit bei der Aufgliederung unter Berücksichtigung von Wertschöpfungsanteilen geringer aus, da sich ein Teil der Qualitätsgewinne und -verluste bei Betrachtung auf Basis der Bruttoausfuhren dem Auslagerungsprozess zuschreiben lässt.²⁰ Somit wird die Rolle von Kosten- und Preisfaktoren in der auf Wertschöpfungsanteilen basierenden Analyse stärker betont.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Ermittlung der globalen Marktanteile unter Berücksichtigung von Wertschöpfungsströmen anstelle von Bruttoausfuhren ein besseres Verständnis der Einflussfaktoren der Außenhandelsentwicklung der Euro-Länder ermöglicht. Wenngleich sich bei beiden Marktanteilsbetrachtungen ähnliche Trends zeigen, verdeutlicht die Aufgliederung der Wertschöpfungsanteile den Einfluss der Produktionsauslagerung und liefert ein genaueres Bild des Beitrags preislicher und nichtpreislicher Faktoren.

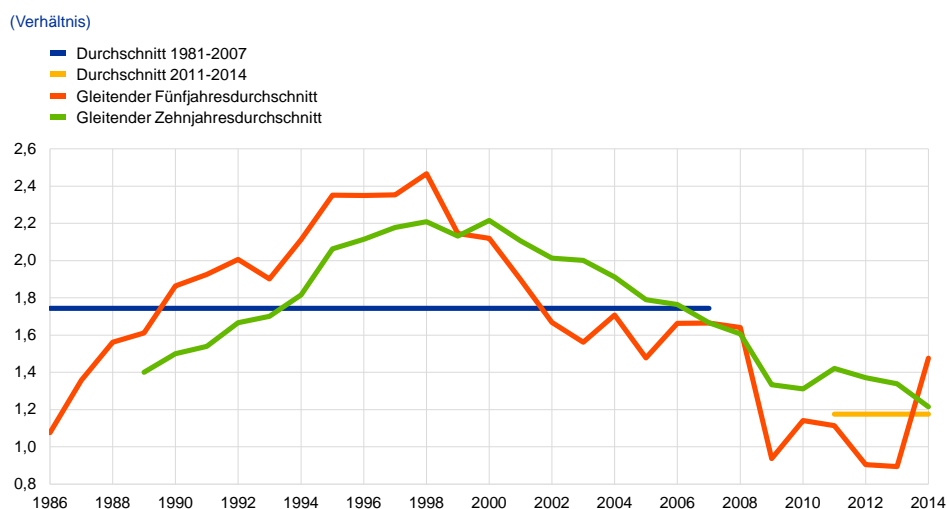
2.3 Globale Einkommenselastizität des Handels

Während der globale Handel im Zeitraum von 1981 bis 2007 doppelt so stark zunahm wie das Einkommen, sank die Zuwachsrate des Handels im Verhältnis zum BIP-Wachstum von 2011 bis 2014 auf nahezu eins (siehe Abbildung 6). Ursächlich für die rückläufige Steigerungsrate war insbesondere der Einbruch der Handelsströme im Gefolge der Großen Rezession, der wesentlich stärker ausfiel als der Rückgang des globalen Einkommens.

²⁰ Weitere empirische Ergebnisse finden sich bei Benkovskis und Wörz (2015), a. a. O.

Abbildung 6

Verhältnis der Zuwachsrates der weltweiten Einfuhren zum BIP-Wachstum



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2014. Die rote Linie zeigt das Verhältnis der durchschnittlichen Wachstumsrate der weltweiten Einfuhren von Waren und Dienstleistungen zum globalen BIP-Wachstum über ein gleitendes Zeitfenster von fünf Jahren (die grüne Linie basiert auf einem Zeitfenster von zehn Jahren).

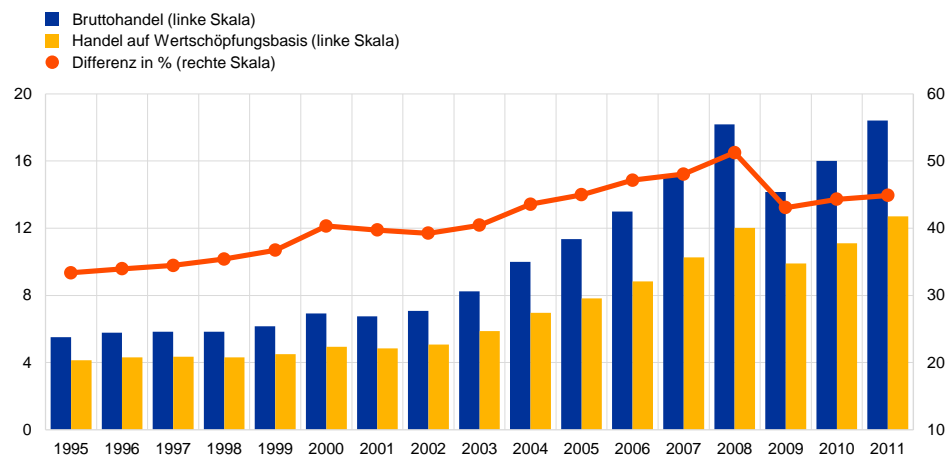
Die Dynamik des Handelswachstums im Verhältnis zum Anstieg des Einkommens ist unter anderem auf die sich verändernde internationale Fragmentierung der Produktion zurückzuführen.

Auch wenn (tarifäre und nichttarifäre) Handelskosten, Handelsoffenheit und die Liberalisierung des Finanzsystems wichtige Determinanten des Handelswachstums darstellen, ist die Intensität der Einbindung in globale Wertschöpfungsketten ein entscheidender Faktor, mit dem sich das überproportionale Wachstum des Handels im Vergleich zum Einkommen am Ende des letzten Jahrhunderts und das unerwartet starke Absinken nach der Krise erklären lassen. Rein statistisch betrachtet impliziert die Existenz der Produktionsketten zunächst, dass Waren und Dienstleistungen während des Produktionsprozesses mehrfach Landesgrenzen überschreiten und daher in (unter anderem vom Zoll erhobenen) Statistiken zu den Außenhandelsströmen teilweise doppelt gezählt werden (siehe Schaubild in Kasten 1). Infolgedessen übersteigen die erfassten Bruttohandelsströme die tatsächlichen Handelsströme auf Wertschöpfungsbasis (siehe Abbildung 7). Des Weiteren werden im Rahmen der globalen Wertschöpfungsketten hauptsächlich Gebrauchsgüter produziert, die bekanntlich eine hohe Einkommenselastizität aufweisen, was den starken Einbruch der Handelstätigkeit in der globalen Krise erklärt. Schließlich könnten Anpassungen innerhalb der Lieferkette negative Nachfrageschocks verstärken, da nachgelagerte Unternehmen zunächst Lagerbestände abbauen würden, was Auswirkungen auf die vorgeschalteten Produzenten hätte.

Abbildung 7

Gegenüberstellung von globalem Bruttohandel und Handel auf Wertschöpfungsbasis

(linke Skala: in Billionen USD; rechte Skala: in %)

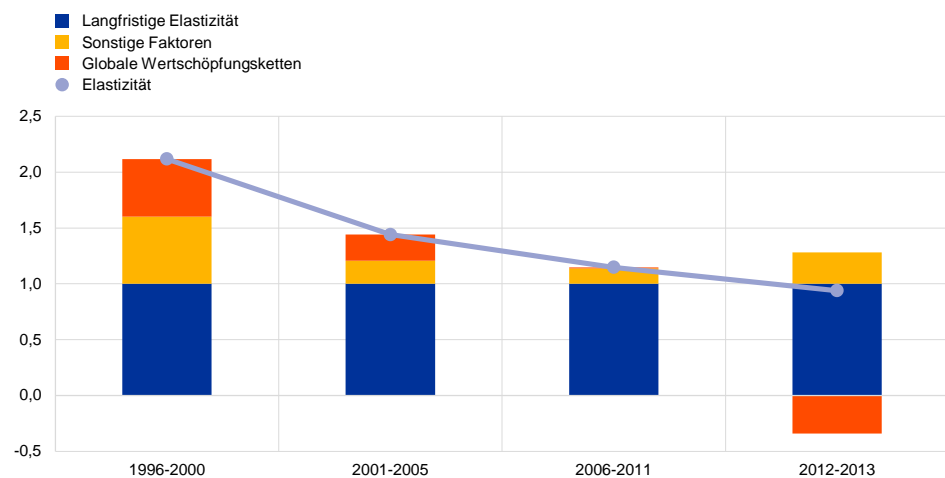


Quellen: WIOD und EZB-Berechnungen.

Abbildung 8

Beiträge zur globalen Einkommenselastizität des Handels

(Einkommenselastizität des Handels und Beiträge)



Quelle: IRC Trade Task Force, *Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, 2016, Abschnitt 3.

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf Borin und Mancini (2015), a. a. O. Die sonstigen Faktoren beziehen sich auf die Einkommenselastizität des Importgehalts der Endnachfrage ohne Bezug zu globalen Wertschöpfungsketten.

Die GWK-Beteiligung trägt zur Erklärung der deutlichen Schwankungen der globalen Einkommenselastizität des Handels bei. Die mithilfe eines Standardmodells der Importnachfrage²¹ ermittelten und durch einen GWK-Beteiligungsindex ergänzten Regressionsergebnisse zeigen, dass globale Wertschöpfungsketten einen erheblichen Einfluss auf Importelastizitäten haben. Zudem verdeutlicht die Aufschlüsselung der Einkommenselastizität des Handels für den Zeitraum von 1995 bis 2011, dass der Beitrag globaler Wertschöpfungsketten im Durchschnitt bei etwa

²¹ Siehe R. Anderton, B. H. Baltagi, F. Skudelny und N. Sousa, Intra- and Extra-Euro Area Import Demand for Manufactures, in: *Applied Economics Quarterly*, Bd. 53(3), 2007, S. 221-241.

40 % lag.²² Jüngste Daten zur Integration in globale Wertschöpfungsketten weisen allerdings auf eine sich abflachende Entwicklung in den letzten Jahren hin²³, woraus ein negativer Beitrag der weltweiten Wertschöpfungsketten zur globalen Einkommenselastizität des Handels für den Zeitraum von 2012 bis 2013 resultiert (siehe Abbildung 8).

Die Ergebnisse dieser Analyse lassen darauf schließen, dass die Dynamik globaler Wertschöpfungsketten für mittelfristige Handelsprognosen von Bedeutung ist. Aus wirtschaftspolitischer Perspektive ist festzuhalten, dass sich die jüngsten Abwärtsrevisionen der Einkommenselastizität des Welthandels unter anderem auf den Rückgang der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten zurückführen lassen.²⁴ Für die Zukunft ist eine genaue Beobachtung der Dynamik der globalen Wertschöpfungsketten angezeigt, um konsistente Handelsprognosen zu gewährleisten.

3 Weitere Implikationen länderübergreifender Produktionsverflechtungen für die makroökonomische Analyse

3.1 Sektorale Übertragungseffekte durch globale Produktionsverflechtungen

Produktionsverflechtungen sind ein potenzieller Kanal für realwirtschaftliche Übertragungseffekte.²⁵ Unternehmen und Sektoren beziehen und verkaufen ihre Vorleistungen zunehmend über Landesgrenzen hinweg, und die Produktionsprozesse sind so gegliedert, dass auf jeder Stufe eine Wertschöpfung erfolgt. Mithilfe der World Input-Output Database wird in diesem Abschnitt empirisch untersucht, wie Produktionsverflechtungen zu realwirtschaftlichen Übertragungseffekten führen, wobei die für die Übertragung solcher Effekte relevanten Merkmale solcher Netzwerke ermittelt werden sollen. Abbildung 9 zeigt Korrelationskoeffizienten des Wachstums der sektoralen realen Wertschöpfung bei einer bestimmten Distanz²⁶ im Input-Output-Netzwerk. Daraus geht hervor, dass das Wertschöpfungswachstum der Sektoren eine stärkere Korrelation aufweist, wenn diese über den Handel mit Vorleistungsgütern enger miteinander verflochten sind. Ergebnisse aus der jüngeren

²² Zu methodischen Einzelheiten siehe A. Borin und M. Mancini, Follow the value added: bilateral gross export accounting, Working Paper der Banca d'Italia, Nr. 1026, 2015.

²³ Siehe Abbildung 1.

²⁴ Siehe IRC Trade Task Force, [Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, 2016.

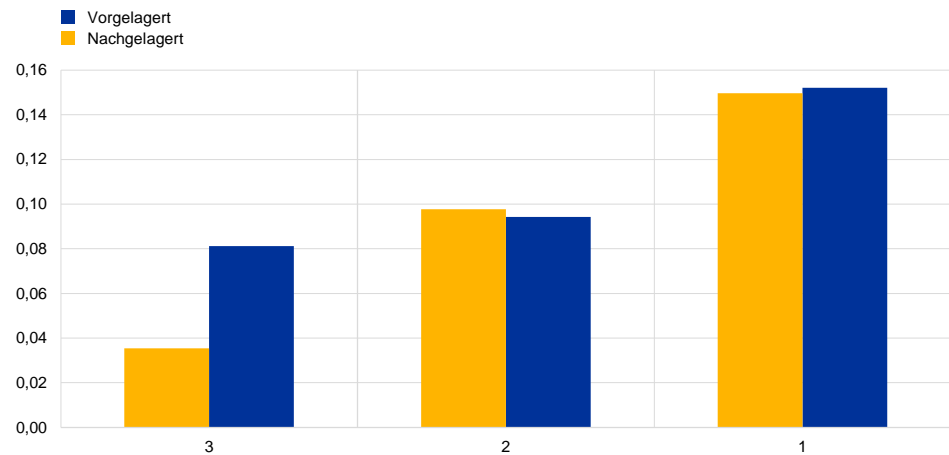
²⁵ Internationale Input-Output-Verflechtungen können auch zum synchronen Verlauf der Inflationsraten beigetragen haben, indem sie die Übertragungseffekte ausländischer Kostenschocks verschärfen; siehe R. A. Auer, C. Borio und A. Filardo, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains, Working Paper Series der BIZ, Nr. 602, 2017, und R. A. Auer, A. A. Levchenko und P. Sauré, International inflation spillovers through input linkages, Working Paper des NBER, Nr. 23246, 2017.

²⁶ Die Distanz misst den kürzesten Pfad zwischen zwei Sektoren im Netzwerk, d. h. wie oft Vorleistungen aus einem Sektor verkauft werden, bis sie den anderen Sektor erreichen. Die Berechnung erfolgt mithilfe des Dijkstra-Algorithmus.

Fachliteratur²⁷ haben gezeigt, dass Schocks, die bestimmte Unternehmen oder Sektoren betreffen, über Produktionsverbände übertragen werden und potenziell zu makroökonomischen Verwerfungen führen können.

Abbildung 9
Synchronisierungsgrad der realen Wertschöpfung und Distanz zwischen Sektoren

(Korrelationskoeffizienten auf Wertschöpfungsbasis für miteinander verbundene Sektoren)



Quellen: WIOD (2013) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die durchschnittliche (1996-2009) paarweise Korrelation der Sektorenwertschöpfung bei einer bestimmten Distanz zu vor- und nachgelagerten Sektoren. Die Distanz ist gleich eins, wenn zwischen zwei Sektoren unmittelbarer Handel erfolgt, gleich zwei, wenn der Handel zwischen zwei Sektoren über einen anderen Sektor erfolgt, und gleich drei, wenn der Handel zwischen zwei Sektoren zwei andere Sektoren durchläuft.

Drehscheibensektoren sind im Hinblick auf die Übertragung ökonomischer Schocks von Bedeutung, da sie ansonsten nicht verbundene Einheiten über Input-Output-Verflechtungen miteinander verknüpfen und im Falle von Schocks als Verbreitungskanal wirken könnten. Laut der World Input-Output Database²⁸ befinden sich die vorgelagerten Drehscheibensektoren (d. h. Sektoren, die Vorleistungen für andere Sektoren liefern) überwiegend in den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich, Deutschland und Russland und umfassen die Bereiche Computer, Forschung und Entwicklung, Finanzen und Rohstoffe sowie Leistungen für Unternehmenszentralen. Für den nachgelagerten Teil der Wertschöpfungskette (d. h. Sektoren, die Vorleistungen aus anderen Sektoren beziehen) liegen die Drehscheibensektoren in Deutschland, den Vereinigten Staaten und neuerdings auch in China und finden sich in den folgenden Bereichen: Fahrzeuge, Elektronik, Baugewerbe sowie Metallerzeugung und -bearbeitung. Kasten 2 widmet sich den Übertragungseffekten, die von einigen dieser Sektoren ausgehen.

²⁷ Siehe X. Gabaix, The granular origins of aggregate fluctuations, in: *Econometrica*, Ausgabe 79(3), 2011, S. 733-772, und D. Acemoglu, V. M. Carvalho, A. Ozdaglar und A. Tahbaz-Salehi, The network origins of aggregate fluctuations, in: *Econometrica*, Ausgabe 80(5), 2012, S. 1977-2016.

²⁸ Eine Beschreibung der Datenbank findet sich in Kasten 1.

Diese Sektoren haben Übertragungswirkungen auf viele andere Handelspartner. Eine panelökonometrische Analyse der WIOD-Daten bestätigt, dass Übertragungseffekte, die von in der Produktionskette vor- bzw. nachgelagerten Sektoren auf einen anderen Sektor wirken, im Durchschnitt betrachtet signifikant sind.²⁹

Kasten 2

Bestimmung sektoraler Übertragungseffekte in der Weltwirtschaft

Zur Untersuchung der Übertragung von Schocks über globale Lieferketten wird ein nicht-lineares Paneldatenmodell geschätzt. Im Modell wird die Veränderung der realen Wertschöpfung in Sektor i in Bezug gesetzt zu seinen eigenen Vergangenheitswerten und zur Veränderung der Wertschöpfung in einer Reihe unmittelbar oder mittelbar vor- bzw. nachgelagerter Sektoren in der Vorperiode.³⁰ Die Schätzung berücksichtigt weitere beobachtete Faktoren, die sich auf die Aktivität von Sektor i auswirken (x_{it}), sowie gemeinsame nicht beobachtete Zeitfaktoren im Fehlerterm ε_{it} :

$$y_{it} = \eta_t + \rho^{lag} y_{i,t-1} + \rho^{up} \tilde{y}_{i,t-1}^{up} + \rho^{down} \tilde{y}_{i,t-1}^{down} + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\tilde{y}_{i,t-1}^{up}$ und $\tilde{y}_{i,t-1}^{down}$ sind gewichtete Durchschnittswerte der Wertschöpfung einer ausgewählten Gruppe vor- und nachgelagerter Sektoren:

$$\tilde{y}_{i,t-1}^* = \sum_{j \neq i} 1(w_{ij,t-1}^* \geq r^*) w_{ij,t-1}^* y_{j,t-1}$$

Dabei steht * für „up“ (vorgelagert) bzw. „down“ (nachgelagert). Die Gewichtung $w_{ij,t-1}^*$ misst die bilaterale Bedeutung des Beitrags auf Wertschöpfungsbasis und ist umgekehrt proportional zur gegenseitigen Distanz. Das Aggregat $\tilde{y}_{i,t-1}^*$ ist so konstruiert, dass nur Sektoren mit einer Gewichtung über einem bestimmten Niveau r in den Durchschnitt aufgenommen werden. Dieser Schwellenwert wird durch das Modell endogen bestimmt und ermöglicht die Ermittlung der hinsichtlich der Verbreitung der Übertragungseffekte wichtigsten Sektoren.³¹

Die Regressionen bestätigen, dass die Übertragungseffekte durch vor- und nachgelagerte Sektoren über die Lieferkette signifikant sind. Die Übertragungseffekte sind positiv und von beträchtlicher Stärke, und ihre Signifikanz lässt nicht nach, wenn weitere Determinanten der Aktivität von Sektor i (Beschäftigung und Kapital), die Wirtschaftslage des Landes und globale Faktoren (Agrar-, Kraftstoff- und Metallpreise sowie US-Zinssätze) einbezogen werden. Dies bedeutet, dass die Veränderung der Sektoraktivität mit der Veränderung der Aktivität sowohl der Vorleistungslieferanten als auch der Kunden des Sektors im Zusammenhang steht.

²⁹ Zu weiteren Einzelheiten siehe Kasten 2.

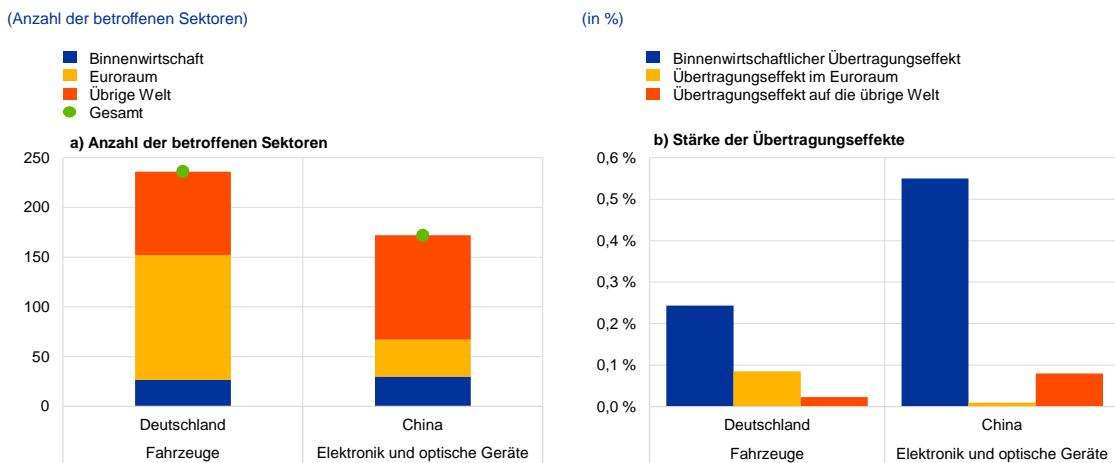
³⁰ Mit der Analyse in diesem Kasten soll nicht der Versuch unternommen werden, die Art des Schocks zu untersuchen. In einem Cobb-Douglas-Szenario übertragen sich nachfrageseitige Schocks in vorgelagerte Bereiche der Wertschöpfungskette, während angebotsseitige Schocks auf die nachgelagerten Sektoren ausstrahlen; siehe D. Acemoglu, U. Akcigit und W. Kerr, Networks and the macroeconomy: An empirical exploration, NBER Macroeconomics Annual, Bd. 30(1), 2016, S. 273-335. Eine weitere Untersuchung der Auswirkungen von Nachfrage- und Angebotsschocks zu dieser Analyse findet sich bei E. Frohm und V. Gunnella, Sectoral interlinkages in global value chains: spillovers and network effects, Working Paper Series der EZB, Nr. 2064, 2017.

³¹ Zu weiteren Einzelheiten zur Methodik siehe Frohm und Gunnella (2017), a. a. O.

Die Auswirkung einer Veränderung der realen Wertschöpfung in einem Sektor lässt sich mithilfe der geschätzten Koeffizienten aus dem Modell nachvollziehen und quantifizieren.

Die vorliegende Auswertung ermittelt Übertragungseffekte, die ausschließlich auf eine Veränderung der realen Wertschöpfung in bestimmten Sektoren zurückzuführen sind. So verdeutlichen beispielsweise die Fahrzeugbranche (d. h. die Automobilindustrie) in Deutschland sowie der Sektor für Elektronik und optische Geräte in China, wie Veränderungen der realen Wertschöpfung auf andere binnenwirtschaftliche Sektoren, den Euroraum und die restliche Welt ausstrahlen (siehe Abbildung). Offensichtlich ist die Auswirkung der Lieferkette in der Binnenwirtschaft am stärksten, denn dort sind 27 bzw. 30 Sektoren betroffen (blaue Balken). Sie erstreckt sich jedoch auch auf viele andere Sektoren im Euro-Währungsgebiet (gelbe Balken) und reicht sogar über dieses hinaus (rote Balken). Insgesamt sind 236 bzw. 172 Sektoren tangiert. Wenn die Verbindungen dieser und anderer Drehscheibensektoren mit dem Rest der Wertschöpfungskette gekappt werden, verringern sich die Übertragungseffekte immer weiter, bis sie statistisch nicht mehr signifikant sind.³²

Übertragungseffekte aus bestimmten Sektoren



Quellen: WIOD (2013) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik b) wird der vom untersuchten Sektor ausgehende Effekt auf jeden anderen Sektor i berechnet als $\hat{\beta}^* w_{ij,t}^*$, und der Gesamteffekt als $\hat{\beta}^* \sum_{i \neq j} 1(w_{ij,t}^* \geq \hat{r}^*) w_{ij,t}^*$, wobei die binnenwirtschaftlichen (inländischen) Effekte, die Effekte im Euroraum und die Auswirkungen auf die übrigen Länder (übrige Welt) unter Berücksichtigung der betroffenen Sektoren kalkuliert werden. Die Aggregation der Übertragungseffekte erfolgt mithilfe der jeweiligen BIP-Gewichtung der Sektoren im Verhältnis zum Gesamt-BIP des untersuchten Aggregats.

Insgesamt lässt diese Auswertung darauf schließen, dass ein erhebliches Potenzial für eine Ausbreitung sektoraler Schocks über globale Lieferketten besteht. Da Drehscheibensektoren einen möglichen Übertragungskanal über Länder und Branchen hinweg darstellen könnten, sollte deren Entwicklungen und Verknüpfungen mit anderen Sektoren in der Weltwirtschaft ein besonderes Augenmerk gewidmet werden.

³² Siehe Schaubild 5 bei Frohm und Gunnella (2017), a. a. O.

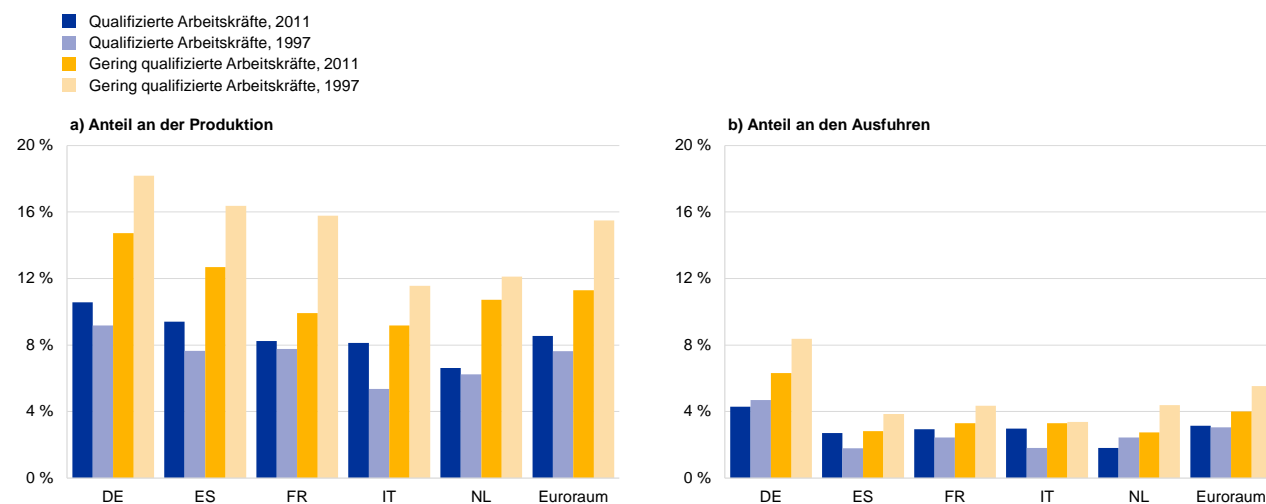
3.2 Einfluss globaler Wertschöpfungsketten auf den Wertschöpfungsanteil des Faktors Arbeit, die geleisteten Arbeitsstunden und das Arbeitnehmerentgelt

In den Jahren von 1997 bis 2011 sank der Wertschöpfungsanteil Geringqualifizierter im Euroraum merklich, während der von qualifizierten Arbeitskräften erwirtschaftete Anteil wuchs. Eine Aggregation sektoraler Daten auf Länderebene ermöglicht es, die Entwicklung des Wertschöpfungsbeitrags des Faktors Arbeit für verschiedene Qualifikationsgruppen im Eurogebiet zu unterscheiden.³³ Insgesamt ist die Bedeutung des Faktors Arbeit für die Produktion sowie für die Ausfuhren des Euroraums von 1997 bis 2011 leicht zurückgegangen. Betrachtet man die fünf größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets, so weist Deutschland den höchsten Wertschöpfungsanteil des Faktors Arbeit aus. Die Ausfuhren des Euroraums enthalten im Vergleich zur Bruttoproduktion deutlich weniger durch den Faktor Arbeit generierte Wertschöpfung; dies zeigt, dass Exportunternehmen in stärkerem Maß auf importierte Vorleistungen und/oder Kapital zurückgreifen (siehe Abbildung 10). Mit Blick auf die Qualifikationsstruktur lässt sich feststellen, dass qualifizierte Fachkräfte einen immer größeren Anteil an der Wertschöpfung des Faktors Arbeit haben, was wiederum zulasten gering qualifizierter Arbeitskräfte geht.

Abbildung 10

Durchschnittlicher inländischer Wertschöpfungsanteil des Faktors Arbeit im Euroraum und in den fünf größten Euro-Ländern

(Anteil in %)



Quellen: LACEX-Datenbank der Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Anteile des Euroraums werden als gewichteter Durchschnitt aller verfügbaren Euro-Länder berechnet, wobei nach der Bruttoproduktion gewichtet wird. Aufgrund fehlender Daten ist Slowenien in den Berechnungen nicht enthalten.

³³ Hierzu wird auf die Datenbank „Labor Content of Exports“ (LACEX) der Weltbank zurückgegriffen, die 2016 von Cali et al. auf Basis eines Panels internationaler Input-Output-Tabellen, Ausfuhrdaten aus dem Global Trade Analysis Project und nationaler Beschäftigungsdaten entwickelt wurde. Die Datenbank umfasst ein aus 24 Sektoren und 150 Ländern bestehendes Panel. Sie misst den Beitrag des Faktors Arbeit zu den Exporten eines bestimmten Landes, und zwar anhand des Arbeitnehmerentgelts (LACEX-Datensatz) bzw. der Anzahl der Arbeitsplätze (JOCEX-Datensatz).

Der Handel im Rahmen globaler Wertschöpfungsketten verändert den Umfang der in den jeweiligen Wirtschaftszweigen auszuführenden Aufgaben und beeinflusst damit möglicherweise die Qualifikationsstruktur und das Arbeitnehmerentgelt in den einzelnen Sektoren. Die Änderungen in den Produktionsprozessen und bei der Wahl der Inputfaktoren, die auf die internationale Produktionsteilung in den vergangenen Jahrzehnten zurückzuführen sind, hatten unter Umständen Auswirkungen auf das Beschäftigungsniveau und das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitsstunde für verschiedene Gruppen von Arbeitnehmern. Daher ist es notwendig, den Zusammenhang zwischen den jüngsten Entwicklungen am Arbeitsmarkt und den unterschiedlichen Messgrößen der GWK-Beteiligung in den verschiedenen Sektoren und für unterschiedliche Qualifikationsgruppen zu bewerten.

Kasten 3

Beschäftigung, Arbeitnehmerentgelt und globale Wertschöpfungsketten

In diesem Kasten wird eine Analyse des Zusammenhangs zwischen den geleisteten Arbeitsstunden und dem Arbeitnehmerentgelt für verschiedene Qualifikationsgruppen einerseits und der GWK-Beteiligung andererseits vorgestellt, und zwar anhand eines Panels von Wirtschaftssektoren im Euroraum im Zeitraum von 1995 bis 2009. Der Schätzung liegt folgende Regression zugrunde:

$$\log y_{i,c,t} = \gamma_0 + \alpha * \log \left(\frac{K}{L} \right)_{i,c,t} + \gamma_1 * \log IV_{i,c,t} + \gamma_2 * \log FV_{i,c,t} + FE_{i,c} + FE_{c,t} + \epsilon_{i,c,t}$$

Beobachtungseinheit ist ein Sektor i in einem Land c zum Zeitpunkt t . $y_{i,c,t}$ entspricht entweder dem logarithmierten Anteil der von Beschäftigten mit hoher Qualifikation erbrachten Arbeitsstunden an den Gesamtarbeitsstunden oder dem logarithmierten Arbeitnehmerentgelt von Hoch- und Geringqualifizierten. $IV_{i,c,t}$ und $FV_{i,c,t}$ sind Indizes für Rückwärts- bzw. Vorwärtsverflechtungen innerhalb globaler Wertschöpfungsketten.³⁴ Fixe Effekte (Sektor-Land ($FE_{i,c}$) und Land-Zeit ($FE_{c,t}$)) werden ebenfalls berücksichtigt, um für unbeobachtete zeitinvariante Unterschiede in den Wirtschaftszweigen und aggregierte Änderungen auf Länderebene in den einzelnen Jahren zu kontrollieren.³⁵

Die Schätzergebnisse bestätigen, dass sich die ausländische Wertschöpfung signifikant auf die Qualifikationsstruktur und das Entgelt sowohl hoch als auch gering qualifizierter Arbeitskräfte auswirkt.

³⁴ Eine Beschreibung der Indizes zur Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten findet sich in Kasten 1.

³⁵ Die Lohnregressionen enthalten auch den Quotienten aus Kapital und Arbeit als Bestimmungsgröße der Grenzproduktivität des Faktors Arbeit im Rahmen einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion.

Auf Veränderungen innerhalb von Sektoren basierende Schätzungen ergeben, dass die GWK-Beteiligung mit einer Verschiebung hin zu hoch qualifizierten Arbeitskräften einhergehen könnte.³⁶ Wie eine Panel-Schätzung mit fixen Effekten zeigt, ist die GWK-Beteiligung mit einer Veränderung der Qualifikationsstruktur innerhalb der Sektoren verbunden, insbesondere mit einer Verschiebung hin zu hoch qualifizierten Arbeitskräften (siehe Grafik a) in Abbildung 11).³⁷ Schlüsselnt man die Wirkung nach den Indizes mit Rückwärts- und denen mit Vorwärtsverflechtungen³⁸ auf, so zeigt sich, dass für diesen Effekt in erster Linie der vermehrte Einsatz importierter Vorleistungen ausschlaggebend ist. Eine derartige Job-Polarisierung könnte durch eine Kombination aus der Verlagerung bestimmter Aktivitäten ins Ausland (Offshoring) und einem nicht qualifikationsneutralen technischen Wandel auf sektoraler Ebene bedingt sein.

Bezüglich der Löhne zeigt die Panel-Analyse, dass die Rückwärtsverflechtungen innerhalb globaler Wertschöpfungsketten mit einem Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Stunde für sämtliche Qualifikationsgruppen einhergehen (siehe Grafik b) in Abbildung 11). Das Arbeitsentgelt je Stunde nimmt für Arbeitnehmer mit einer hohen wie auch für solche mit einer niedrigen Qualifikation zu, wenn der Sektor, in dem diese beschäftigt sind, die ausländische Wertschöpfung in seinen Ausfuhren steigert (Rückwärtsverflechtung).³⁹ Dieses Ergebnis wird durch bereits vorhandene Studien gestützt, aus denen hervorgeht, dass importierte Vorleistungen über verschiedene Kanäle, darunter Lern- und Innovationsprozesse sowie die Vielfalt bzw. Qualität der Produkte, bedeutende Produktivitätsgewinne herbeiführen.⁴⁰ Zwar könnte ein höherer Anteil importierter Vorleistungen im Produktionsprozess der totalen Faktorproduktivität und damit dem Produktionspotenzial zugutekommen,⁴¹ doch würde sich die Wettbewerbsfähigkeit nur dann verbessern, wenn die Produktivität schneller zunähme als die Vorleistungskosten (Löhne und Kapitalkosten). Eine Reihe von Untersuchungen anhand von Unternehmensdaten belegen einen positiven Nettoeffekt importierter Vorleistungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit, was den Eintritt in neue Exportmärkte befördern würde.⁴² Überdies kann durch den Ausbau der globalen Wertschöpfungsketten die Elastizität der Exporte gegenüber dem Wechselkurs sinken, wenn zum Beispiel Ausfuhren vermehrt aus in Fremdwährung bezahlten Vorleistungen bestehen.⁴³

³⁶ Die hier vorgestellten Ergebnisse liefern keinen Beleg für einen Kausalzusammenhang. Die Schätzungen sind vielmehr daraufhin ausgerichtet, die Beziehung zwischen verschiedenen Indizes der GWK-Beteiligung und den Folgen am Arbeitsmarkt zu beurteilen.

³⁷ Weitere Einzelheiten zur Methodik finden sich in Kasten 3.

³⁸ Eine Beschreibung der Indizes zur GWK-Beteiligung findet sich in Kasten 1.

³⁹ Dies steht im Einklang mit auf Unternehmensebene durchgeführten Studien wie z. B. M. Bas und V. Strauss-Kahn, Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France, in: Review of World Economics, Bd. 150, 2014, S. 241-275.

⁴⁰ Siehe beispielsweise L. Halpern, M. Koren und A. Szeidl, Imported Inputs and Productivity, in: American Economic Review, Bd. 105(12), 2015, S. 3660-3703.

⁴¹ Eine Analyse des Technologietransfers über Produktionsverflechtungen in den mittel- und osteuropäischen Ländern findet sich in Kasten 4.

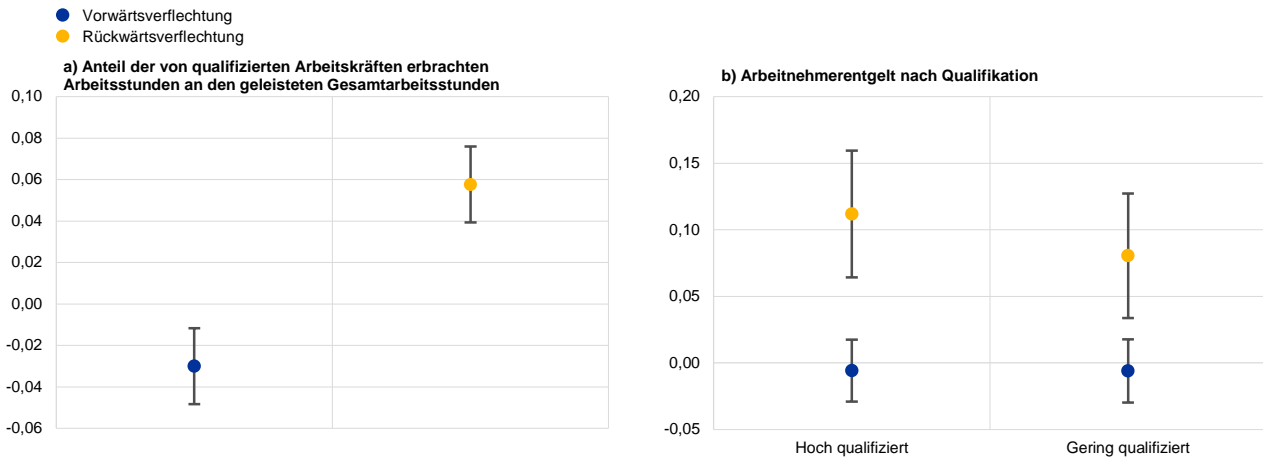
⁴² Siehe beispielsweise H. Kasahara und B. Lapham, Productivity and the decision to import and export: Theory and evidence, in: Journal of International Economics, Bd. 89(2), 2013, S. 297-316.

⁴³ Die Frage, wie sich der Einsatz importierter Vorleistungen in der Produktion auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder auswirkt, wird in Abschnitt 2.1 dieses Beitrags erläutert.

Abbildung 11

Korrelation der GWK-Beteiligung mit Qualifikationsstruktur und Arbeitnehmerentgelt von hoch und gering qualifizierten Arbeitskräften

(prozentuale Veränderung bei Anstieg des GWK-Beteiligungsindex um 1 %)



Quellen: WIOD (2013) und EZB-Berechnungen.

Die Analyse deutet insgesamt darauf hin, dass sich globale Wertschöpfungsketten auf Arbeitsmarktergebnisse auswirken. Ein größerer Anteil von Vorleistungsimpporten in der Produktion könnte mit einer Verschiebung hin zu hoch qualifizierten Arbeitskräften einhergehen. Ausländische Vorleistungen führen möglicherweise zu Lohnsteigerungen für alle Qualifikationsgruppen. Zugleich könnten internationale Wertschöpfungsketten auch positive Wohlfahrtseffekte in den beteiligten Volkswirtschaften mit sich bringen, und zwar über den technologischen Fortschritt infolge des effizienteren Einsatzes von Arbeitskräften für Aufgaben, die eine hohe Qualifikation voraussetzen; dies impliziert auch höhere Löhne in den Industrieländern und Gehaltszuwächse für die Arbeitnehmer in den Schwellenländern.⁴⁴

⁴⁴ In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften kommt es nur dann tatsächlich zu Wohlfahrtsgewinnen, wenn die Ressourcen effizient und rasch zwischen den Qualifikationsgruppen umverteilt werden. Siehe A. Rodriguez-Clare, Offshoring in a Ricardian World, in: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 2(2), 2010, S. 227-258.

Kasten 4

Technologietransfer in mittel- und osteuropäische Länder über globale Wertschöpfungsketten und Produktivitätszuwächse

Verflechtungen über Lieferketten stellen einen wichtigen Kanal für den Technologietransfer von Muttergesellschaften zu ausländischen Tochterunternehmen dar. Unternehmen können aufgrund ihrer Einbindung in Produktionsketten ihre Beziehung zu technologisch fortgeschritteneren Muttergesellschaften nutzen, um von diesen zu lernen und Technologien zu übernehmen. In der Fachliteratur werden zwei wesentliche Transmissionskanäle unterschieden: Einerseits hat ein Unternehmen, das Vorleistungsgüter der Muttergesellschaft für seine Produktion nutzt (d. h. rückwärtsgerichtete Lieferverflechtungen aufweist), möglicherweise Zugriff auf neue, in diesen Produkten enthaltene Technologien sowie auf eine breite Palette von Vorleistungen. Andererseits unterliegen Unternehmen, die Vorleistungsgüter an ihre Muttergesellschaften liefern (d. h. vorwärtsgerichtete Lieferverflechtungen aufweisen), Qualitätskontrollen zur Produktoptimierung. Dies kann wiederum zu Produktivitätssteigerungen der Tochterunternehmen führen und es ihnen ermöglichen, ihren Kapitaleinsatz zu verbessern.

Angesichts der starken Einbindung der Länder in Mittel- und Osteuropa in die globalen Wertschöpfungsketten ist die Produktivitätsentwicklung der dortigen Firmen in hohem Maße von diesen Technologietransfers abhängig. Wie aus Grafik a) in Abbildung 1 ersichtlich ist, sind die MOE-Länder in wesentlich größerem Umfang in globale Wertschöpfungsketten integriert, als dies im Durchschnitt des Eurogebiets der Fall ist. Dies gilt sogar für die Zeit nach 2011, als sich die Steigerungsraten der GWK-Beteiligung allgemein abschwächten. Daher werden in diesem Kasten die MOE-Länder als Fallstudie herangezogen, um zu untersuchen, inwieweit und auf welche Weise Technologien in internationalen Wertschöpfungsketten von Muttergesellschaften zu ausländischen Tochterunternehmen übertragen werden.

Laut der einschlägigen Literatur verbreiten sich neue Technologien in zwei Stufen von Land zu Land – zunächst von den Unternehmen an der globalen Effizienzgrenze zu den Unternehmen an der nationalen Effizienzgrenze und danach von den Unternehmen an der nationalen Effizienzgrenze zu den restlichen nationalen Unternehmen. Dieser Ansatz wird nun für die globalen Wertschöpfungsketten übernommen. Dabei wird unterstellt, dass die entsprechenden Unternehmen an der globalen Spitze die Muttergesellschaften sind und dass ausschließlich Unternehmen an der nationalen Effizienzgrenze direkt in globale Wertschöpfungsketten eingebunden sind. Dementsprechend übernehmen die produktivsten Firmen im Ausland in einem ersten Schritt die Technologie der Muttergesellschaften. In einem zweiten Schritt verbreitet sich die neue Technologie von den an globalen Wertschöpfungsketten beteiligten Firmen auf die restlichen nationalen Unternehmen, die in inländischen Produktionsketten operieren und mit den effizientesten nationalen Unternehmen im Austausch stehen. Darüber hinaus hängt der Transfer davon ab, wie intensiv die Verbindungen zu den entsprechenden Unternehmen sind und wie die Lernprozesse ablaufen („Weitergabe-Effekt“), sowie davon, inwieweit die Firmen in der Lage sind, zu den effizientesten Unternehmen aufzuschließen („Aufhol-Effekt“).

Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) der effizientesten nationalen Unternehmen und der restlichen nationalen Unternehmen

	Erste Stufe der Technologieverbreitung		Zweite Stufe der Technologieverbreitung	
	GWK-Vorwärtsverflechtung (Ausfuhren)	GWK-Rückwärtsverflechtung (Einfuhren)	GWK-Vorwärtsverflechtung (Ausfuhren)	GWK-Rückwärtsverflechtung (Einfuhren)
TFP-Wachstum der GWK-Unternehmen an der Effizienzgrenze	0,156*** (0,044)	0,430*** (0,058)	0,060* (0,036)	0,151*** (0,041)
Verzögerte TFP-Lücke zwischen GWK-Unternehmen an der Effizienzgrenze und Unternehmen an der nationalen Effizienzgrenze	0,281*** (0,044)	0,364*** (0,054)	0,041 (0,026)	0,010 (0,024)
TFP-Wachstum der Unternehmen an der nationalen Effizienzgrenze			0,947*** (0,051)	0,920*** (0,049)
Verzögerte TFP-Lücke zwischen Unternehmen an der nationalen Effizienzgrenze und den restlichen nationalen Unternehmen			0,560*** (0,077)	0,569*** (0,080)
Wachstum der GWK-Beteiligung	0,079** (0,036)	0,199** (0,079)	0,068** (0,032)	0,203** (0,079)
Beobachtungen	642	642	642	642
Korrigiertes R ²	0,224	0,334	0,727	0,736

Quellen: CompNet, WIOD (2016) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Robuste Standardfehler in Klammern, auf Länder-Sektor-Ebene geclustert. Fixe Effekte auf Länder-Sektor-Ebene, eine Konstante und Dummies für Krisen- und Nachkrisenphasen sind mit berücksichtigt.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Eine parametrische Analyse unter Verwendung von Daten des Competitiveness Research Network (CompNet) und der jüngsten Version der WIOD für neun mittel- und osteuropäische Länder über einen Zeitraum von zehn Jahren (2003-2012) liefert Belege für die Bedeutung des Technologietransfers für das Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) in diesen Staaten. Erstens steht das TFP-Wachstum der produktivsten Unternehmen in den MOE-Ländern, von denen angenommen wird, dass sie direkt an globalen Wertschöpfungsketten beteiligt sind, in einem positiven und signifikanten Zusammenhang mit dem TFP-Wachstum der effizientesten Unternehmen in der EU außerhalb Mittel- und Osteuropas, die in Sektoren innerhalb derselben Produktionskette aktiv sind („GWK-Unternehmen an der Effizienzgrenze“). Die ersten beiden Spalten der Tabelle bestätigen die Bedeutung des Weitergabe-Effekts, aber auch des Aufhol-Effekts (näherungsweise ermittelt anhand der verzögerten TFP-Lücke zu den GWK-Unternehmen an der Effizienzgrenze). Zweitens ist das TFP-Wachstum der restlichen Unternehmen in den MOE-Ländern grundsätzlich mit dem TFP-Zuwachs der produktivsten inländischen Firmen mit Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten verknüpft und weniger mit den GWK-Unternehmen an der Effizienzgrenze (siehe die letzten beiden Spalten der Tabelle). Daher profitieren die nicht in globale Wertschöpfungsketten eingebundenen Unternehmen nur indirekt vom Technologietransfer über solche Wertschöpfungsketten. Diese Ergebnisse bestätigen, dass sich Technologien über einen zweistufigen Prozess verbreiten, so wie in der Literatur vermutet. Zudem lässt sich aus der Tabelle ablesen, dass Rückwärtsverflechtungen für den Technologietransfer wichtiger sind als Vorwärtsverflechtungen, da den ausländischen Tochterunternehmen qualitativ hochwertigere Vorleistungen zur Verfügung stehen, die positive externe Effekte erzeugen.

Abschließend ist festzuhalten, dass der Technologietransfer über globale Wertschöpfungsketten, vor allem mittels Rückwärtsverflechtungen, einen wesentlichen Faktor für die Produktivitätsentwicklung in den MOE-Ländern darstellt.

4 Schlussbemerkungen

Die Länder des Euroraums sind stark in internationale Produktionsketten eingebunden. Dies hat Auswirkungen auf einige wichtige gesamtwirtschaftliche Indikatoren. Aus diesem Grund ist es unerlässlich, bei der Anwendung bestimmter gesamtwirtschaftlicher Konzepte globale Wertschöpfungsketten zu berücksichtigen. Im Einzelnen bedeutet dies:

- Messgrößen der Wettbewerbsfähigkeit, die das Vorhandensein globaler Wertschöpfungsketten mit abbilden, wie etwa auf der Wertschöpfung oder Input-Output-Daten basierende REWKs, zeichnen für Phasen mit Währungsaufwertungen und -abwertungen ein anderes Bild als klassische REWKs.
- Wenngleich Veränderungen im Aufbau der Produktionsketten keine wesentlichen Determinanten für die Veränderung der globalen Marktanteile der Euro-Länder sind, lassen sich die Einflussfaktoren der Wettbewerbsfähigkeit durch die Betrachtung globaler Wertschöpfungsketten besser verstehen.
- Entwicklungen in den globalen Wertschöpfungsketten hatten zur Folge, dass sich die Elastizität des Handels gegenüber der weltweiten Nachfrage in den vergangenen Jahrzehnten erst beschleunigte und dann abschwächte. Insofern sich die hohe Reagibilität des Handels auf das Einkommen – die vor Einsetzen der Krise auch infolge der Ausweitung globaler Wertschöpfungsketten zu beobachten war – in dieser Form für die Zukunft nicht mehr erkennen lässt, könnte eine niedrigere Elastizität des Handels gegenüber dem Einkommen als der „neue Normalzustand“ bezeichnet werden.

Eine Beteiligung von Unternehmen und Sektoren an Produktionsketten bewirkt länderübergreifende Verflechtungen, was Implikationen für die Analyse gesamtwirtschaftlicher Übertragungseffekte hat:

- Es kommt zu realen Übertragungseffekten über Input-Output-Verflechtungen, wobei bestimmte Wirtschaftssektoren für die Transmission ausschlaggebend sein könnten. Überdies stellen Produktionsketten aufgrund des Technologiegehalts von importierten Vorleistungsgütern einen Kanal für den Technologietransfer aus dem Ausland und auch innerhalb eines Landes zugunsten von weniger effizienten Unternehmen dar.
- Und schließlich besteht in Sektoren mit wachsender Einbindung in globale Wertschöpfungsketten die Tendenz, einen größeren Anteil an hoch qualifizierten Arbeitskräften einzustellen und systematisch höhere Gehälter für sämtliche Qualifikationsstufen zu zahlen. So zeigen sich vor allem in Branchen, die in der Wertschöpfungskette eine nachgelagerte Stellung einnehmen, positive Gehaltseffekte, wenn der Einsatz ausländischer Vorleistungen steigt.

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	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	3,5	2,6	3,1	0,4	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4	
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0	
2016	3,2	1,5	1,8	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2016 Q4	1,0	0,4	0,6	0,3	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7	
2017 Q1	0,8	0,3	0,3	0,4	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8	
Q2	1,0	0,8	0,3	0,7	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5	
Q3	.	0,8	0,4	0,6	1,7	0,6	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4	
2017 Juni	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3	
Juli	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3	
Aug.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	1,9	2,9	0,7	1,8	1,5	
Sept.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5	
Okt.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4	
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,5	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Der angegebene Wert für den Euroraum ist eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Statistiken sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

1) „Global“ und „Industrieländer“ ohne 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
2017 Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Juni	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
Juli	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
Aug.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
Sept.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
Okt.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
Nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03

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
2017 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
Juni	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
Juli	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
Aug.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
Sept.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
Okt.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
Nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52

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	Verbrauchernahe 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
2017 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
Juni	383,6	3 547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2 434,0	20 045,6
Juli	377,8	3 483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2 454,1	20 044,9
Aug.	375,1	3 451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2 456,2	19 670,2
Sept.	380,7	3 507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2 492,8	19 924,4
Okt.	391,7	3 614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2 557,0	21 267,5
Nov.	391,7	3 601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2 593,6	22 525,1

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effektiver Jahreszinssatz ³⁾			
			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 Nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,73	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	6,33	16,69	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	0,41	0,76	6,34	16,64	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
Febr.	0,07	0,48	0,40	0,77	6,38	16,69	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	0,74	6,39	16,70	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
April	0,06	0,47	0,39	0,72	6,34	16,70	4,83	5,58	5,97	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
Mai	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,43	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Juni	0,06	0,47	0,38	0,77	6,31	16,82	4,68	5,74	6,19	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
Juli	0,05	0,46	0,38	0,76	6,27	16,80	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88
Aug.	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,35	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
Sept.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,28	16,80	5,07	5,71	6,20	2,34	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
Okt. ³⁾	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	4,88	5,68	6,15	2,40	1,67	1,92	1,93	1,96	2,18	1,88

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 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	1,83	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	1,37	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	1,31	1,53	1,76
März	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,30	1,62	1,57	1,82
April	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
Mai	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
Juni	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,43	1,56	1,76
Juli	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,72	1,23	1,33	1,65	1,74
Aug.	0,05	0,10	0,36	2,44	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,43	1,59	1,74
Sept.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,45	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,45	1,58	1,73
Okt. ³⁾	0,04	0,11	0,42	2,41	2,40	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,34	1,61	1,73

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	1 320	543	131	.	59	538	50	219	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	161	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	161	161	45	.	32	79	33
2017 Mai	1 302	521	139	.	93	481	68	173	173	52	.	37	84	21
Juni	1 288	507	144	.	80	484	72	149	149	60	.	33	81	33
Juli	1 289	514	146	.	86	477	66	177	177	54	.	43	77	32
Aug.	1 293	516	147	.	84	474	71	169	169	54	.	29	80	25
Sept.	1 299	530	145	.	81	478	65	162	162	61	.	38	82	29
Okt.	1 279	529	146	.	84	457	62	175	175	44	.	41	74	36
Langfristig														
2014	15 128	4 048	3 160	.	993	6 285	643	225	65	48	.	16	86	10
2015	15 246	3 784	3 287	.	1 056	6 481	637	216	68	46	.	13	81	9
2016	15 397	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 Mai	15 423	3 626	3 245	.	1 140	6 779	634	281	68	90	.	18	101	4
Juni	15 406	3 620	3 216	.	1 144	6 788	638	230	62	50	.	24	84	9
Juli	15 399	3 618	3 232	.	1 154	6 762	633	268	74	93	.	21	76	4
Aug.	15 326	3 592	3 173	.	1 150	6 777	633	127	29	35	.	3	54	5
Sept.	15 367	3 570	3 180	.	1 178	6 805	634	231	56	63	.	17	90	5
Okt.	15 347	3 587	3 147	.	1 184	6 789	640	236	78	42	.	21	85	10

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	16 448,6	4 590,6	3 291,0	.	1 051,3	6 822,7	693,0	6 016,4	591,3	850,5	4 574,6
2015	16 514,6	4 301,6	3 433,5	.	1 117,8	6 959,3	702,4	6 813,1	584,3	984,0	5 244,9
2016	16 637,7	4 213,1	3 368,1	.	1 245,0	7 108,2	703,4	7 089,5	537,6	1 097,9	5 454,0
2017 Mai	16 724,9	4 146,3	3 384,1	.	1 232,3	7 260,3	701,9	7 845,6	631,3	1 151,9	6 062,4
Juni	16 693,4	4 127,4	3 360,0	.	1 223,7	7 272,4	709,9	7 694,5	640,5	1 151,7	5 902,4
Juli	16 688,5	4 132,6	3 378,3	.	1 240,4	7 238,8	698,5	7 718,2	663,1	1 197,6	5 857,6
Aug.	16 618,5	4 108,3	3 320,5	.	1 234,3	7 250,5	704,7	7 638,4	630,8	1 174,6	5 833,0
Sept.	16 666,3	4 100,2	3 325,3	.	1 259,1	7 282,2	699,5	7 937,9	657,7	1 237,6	6 042,6
Okt.	16 625,3	4 115,8	3 293,3	.	1 267,5	7 246,3	702,2	8 169,9	649,6	1 299,6	6 220,6
Wachstumsraten											
2014	-0,6	-8,2	1,0	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,2	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 Mai	1,6	-2,0	2,9	.	8,1	2,2	0,1	0,8	5,9	1,1	0,2
Juni	1,5	-2,2	3,7	.	8,3	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3
Juli	1,8	-1,1	3,4	.	9,3	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1
Aug.	1,5	-1,5	1,9	.	9,1	2,0	-0,4	0,8	6,1	1,4	0,2
Sept.	1,3	-1,5	0,9	.	7,5	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
Okt.	0,9	-0,9	-0,9	.	7,2	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1

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	101,4	97,2	96,4	91,0	96,4	98,6	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,6	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	85,0	79,8	89,3	109,7	89,3
2016 Q4	94,5	89,6	90,5	84,7	79,5	89,1	109,4	88,9
2017 Q1	93,8	89,0	89,6	83,4	78,7	88,3	108,6	88,1
Q2	95,3	90,3	91,0	84,7	78,8	89,2	110,2	89,1
Q3	98,6	93,2	93,7	.	.	.	114,5	92,4
2017 Juni	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
Juli	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,5
Aug.	99,0	93,6	94,3	-	-	-	115,1	92,9
Sept.	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,1	92,8
Okt.	98,6	93,1	93,5	-	-	-	114,9	92,4
Nov.	98,5	93,1	93,3	-	-	-	115,1	92,6
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2017 Nov.	-0,1	0,0	-0,2	-	-	-	0,2	0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2017 Nov.	4,2	3,9	3,0	-	-	-	5,0	4,0

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht.

2) Mit den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierte Zeitreihen sind nur für die EWK-18-Gruppe von Handelspartnern verfügbar.

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer 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	44 437	9 099	1 215	1 329
2015	6 973	7 614	27 279	7 459	309 996	134 314	4 184	0,726	44 454	9 353	1 068	1 110
2016	7 352	7 533	27 034	7 445	311 438	120 197	4 363	0,819	44 904	9 469	1 090	1 107
2016 Q4	7 369	7 523	27 029	7 439	309 342	117 918	4 378	0,869	45 069	9 757	1 080	1 079
2017 Q1	7 335	7 467	27 021	7 435	309 095	121 014	4 321	0,860	45 217	9 506	1 069	1 065
Q2	7 560	7 430	26 535	7 438	309 764	122 584	4 215	0,861	45 532	9 692	1 084	1 102
Q3	7 834	7 426	26 085	7 438	306 418	130 349	4 258	0,898	45 822	9 557	1 131	1 175
2017 Juni	7 646	7 410	26 264	7 438	308 285	124 585	4 211	0,877	45 721	9 754	1 087	1 123
Juli	7 796	7 412	26 079	7 437	306 715	129 482	4 236	0,886	45 689	9 589	1 106	1 151
Aug.	7 876	7 405	26 101	7 438	304 366	129 703	4 267	0,911	45 789	9 548	1 140	1 181
Sept.	7 826	7 464	26 075	7 440	308 368	131 924	4 269	0,895	45 992	9 533	1 147	1 191
Okt.	7 789	7 509	25 766	7 443	309 951	132 763	4 263	0,891	45 895	9 614	1 155	1 176
Nov.	7 772	7 551	25 538	7 442	311 891	132 392	4 227	0,888	46 347	9 848	1 164	1 174
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2017 Nov.	-0,2	0,6	-0,9	0,0	0,6	-0,3	-0,8	-0,3	1,0	2,4	0,8	-0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2017 Nov.	5,2	0,4	-5,5	0,0	1,0	13,2	-3,7	2,2	2,8	0,0	8,2	8,7

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 Q3	23 519,8	24 521,3	-1 001,5	10 318,1	8 434,1	7 682,4	10 463,6	-62,1	4 854,3	5 623,5	727,0	13 856,0
Q4	23 982,9	24 780,0	-797,1	10 680,0	8 610,8	7 862,2	10 570,0	-57,7	4 790,9	5 599,2	707,6	13 782,1
2017 Q1	25 161,7	25 746,9	-585,2	11 055,3	8 909,6	8 253,0	10 859,1	-62,8	5 189,5	5 978,2	726,6	14 242,7
Q2	24 571,9	25 201,4	-629,5	10 766,7	8 719,8	8 175,2	10 679,9	-48,8	4 996,1	5 801,8	682,7	13 888,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2017 Q2	224,3	230,1	-5,7	98,3	79,6	74,6	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
Transaktionen												
2016 Q4	94,9	0,6	94,3	102,5	38,7	23,2	-22,8	15,9	-51,3	-15,4	4,6	-
2017 Q1	629,7	567,3	62,4	187,1	199,8	172,3	65,7	21,8	251,0	301,8	-2,5	-
Q2	209,4	160,8	48,7	51,0	70,6	174,5	110,6	-1,3	-13,2	-20,4	-1,7	-
Q3	57,4	-104,0	161,5	-153,8	-165,0	175,1	19,4	-19,7	55,3	41,5	0,6	-
2017 April	172,0	161,3	10,7	46,0	7,0	40,9	16,8	2,2	87,4	137,5	-4,5	-
Mai	97,0	89,2	7,9	31,8	33,0	70,2	65,0	4,0	-10,4	-8,8	1,4	-
Juni	-59,6	-89,7	30,1	-26,8	30,6	63,4	28,7	-7,5	-90,2	-149,0	1,4	-
Juli	-17,9	-61,0	43,1	-176,3	-186,0	65,8	52,0	-3,9	101,7	72,9	-5,2	-
Aug.	54,9	17,0	37,9	10,9	18,9	68,6	-24,8	-7,9	-16,0	22,9	-0,7	-
Sept.	20,4	-60,1	80,5	11,6	2,0	40,6	-7,8	-7,8	-30,4	-54,3	6,4	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2017 Sept.	991,5	624,7	366,9	186,8	144,1	545,1	173,0	16,7	241,9	307,6	1,0	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2017 Sept.	9,0	5,7	3,3	1,7	1,3	4,9	1,6	0,2	2,2	2,8	0,0	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag ¹⁾			
		Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungsinvesti- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2014	10 157,6	9 786,6	5 633,9	2 129,1	1 997,1	1 006,5	599,7	385,6	26,5	371,0	4 541,7	4 170,8
2015	10 515,1	10 030,3	5 754,3	2 168,9	2 078,1	1 016,2	637,9	418,4	29,0	484,8	4 847,0	4 362,2
2016	10 788,8	10 310,0	5 891,6	2 218,8	2 189,3	1 051,8	674,3	457,7	10,3	478,8	4 935,9	4 457,1
2016 Q4	2 725,6	2 613,9	1 489,2	558,9	557,9	266,9	171,2	118,5	7,9	111,8	1 264,8	1 153,0
2017 Q1	2 747,6	2 630,1	1 504,9	562,1	559,8	272,7	171,6	114,2	3,2	117,5	1 297,6	1 180,2
Q2	2 778,6	2 660,8	1 515,5	564,9	573,3	277,4	175,8	118,8	7,0	117,8	1 307,8	1 190,0
Q3	2 804,9	2 681,3	1 522,4	567,6	581,2	279,3	180,7	119,9	10,1	123,6	1 320,2	1 196,7
In % des BIP												
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q4	0,6	0,7	0,5	0,3	1,0	1,2	1,6	-0,1	-	-	1,6	1,8
2017 Q1	0,6	0,2	0,5	0,2	-0,1	1,8	1,0	-5,9	-	-	1,3	0,4
Q2	0,7	1,0	0,5	0,3	2,2	0,3	1,5	7,8	-	-	1,0	1,7
Q3	0,6	0,6	0,3	0,2	1,1	0,1	2,9	0,6	-	-	1,2	1,1
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,9	-0,4	4,6	3,8	-	-	4,7	4,9
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,3	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,5	2,5	5,5	8,3	-	-	3,3	4,7
2016 Q4	1,9	2,3	1,9	1,6	4,5	2,6	3,4	11,1	-	-	3,8	4,8
2017 Q1	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,7	3,9	5,6	-	-	4,8	4,8
Q2	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,2	4,3	0,9	-	-	4,5	4,4
Q3	2,6	2,4	1,9	1,1	4,2	3,4	7,2	2,0	-	-	5,2	5,1
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
2017 Q1	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,5	-	-
Q2	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
Q3	0,6	0,5	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 Q4	1,9	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2017 Q1	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,2	-	-
Q2	2,4	2,2	1,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	-	-
Q3	2,6	2,3	1,1	0,2	0,9	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	-	-

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 (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2014	9 123,0	152,0	1 782,5	461,6	1 720,2	418,4	458,0	1 050,1	980,8	1 777,4	322,0	1 034,6
2015	9 443,2	153,8	1 899,9	468,7	1 782,7	433,1	464,2	1 073,0	1 025,7	1 811,4	330,6	1 072,0
2016	9 680,3	151,4	1 936,5	489,3	1 831,2	451,3	454,0	1 100,2	1 070,7	1 857,6	338,1	1 108,5
2016 Q4	2 443,5	38,6	489,6	123,8	463,0	114,5	112,2	277,5	270,7	468,6	85,1	282,1
2017 Q1	2 464,6	40,0	490,8	126,1	469,1	114,8	112,5	279,7	275,1	470,9	85,5	283,0
Q2	2 492,1	39,8	498,0	128,0	475,7	116,4	112,5	282,1	278,9	474,4	86,2	286,6
Q3	2 516,6	40,3	504,6	129,5	479,9	117,2	113,0	284,5	282,5	478,1	87,0	288,2
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2016	100,0	1,6	20,0	5,1	18,9	4,7	4,7	11,4	11,1	19,2	3,5	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2016 Q4	0,6	-1,0	1,2	0,5	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,2	1,0
2017 Q1	0,7	1,9	0,0	1,5	1,1	1,0	-0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,4
Q2	0,7	-0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	0,5	0,2	0,9	0,5	0,5	0,8
Q3	0,7	-0,2	1,3	0,4	0,6	0,8	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2014	1,3	1,7	2,7	-1,0	1,7	4,3	-1,9	0,4	2,7	0,5	0,1	1,3
2015	1,9	3,1	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,1	3,4
2016	1,7	-1,3	2,0	1,6	1,9	3,0	0,4	0,9	2,9	1,3	0,9	3,0
2016 Q4	1,9	-2,7	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,7	1,6	0,9	2,5
2017 Q1	2,0	0,4	1,8	2,6	2,7	4,4	-0,6	1,2	3,5	1,3	1,0	2,6
Q2	2,4	0,0	3,0	3,2	3,1	4,7	-0,1	1,2	3,1	1,5	1,2	2,8
Q3	2,6	0,2	3,6	3,1	3,3	3,6	0,0	1,6	3,9	1,5	1,6	2,3
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2016 Q4	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 Q1	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
Q2	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2014	1,3	0,0	0,5	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2016 Q4	1,9	0,0	0,5	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 Q1	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	-
Q2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
Q3	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Bauwerke	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	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	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,2	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 Q4	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,6	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 Q1	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
Q2	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
Q3	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 Q4	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 Q1	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
Q2	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
Q3	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 Q4	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 Q1	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
Q2	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
Q3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-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	18 635	11,6	6,1	15 212	10,4	3 423	23,8	9 932	11,5	8 703	11,8	1,4
2015	160 600	4,6	17 451	10,9	5,6	14 300	9,8	3 152	22,3	9 260	10,7	8 191	11,0	1,5
2016	161 877	4,3	16 230	10,0	5,0	13 280	9,0	2 951	20,9	8 473	9,7	7 757	10,4	1,7
2016 Q4	162 300	4,2	15 753	9,7	4,9	12 882	8,7	2 871	20,4	8 241	9,4	7 512	10,0	1,7
2017 Q1	161 635	4,3	15 385	9,5	4,8	12 636	8,5	2 750	19,6	7 977	9,1	7 409	9,9	1,9
Q2	162 214	4,2	14 845	9,1	4,5	12 147	8,2	2 698	19,1	7 698	8,8	7 147	9,5	1,9
Q3	-	-	14 561	9,0	-	11 891	8,0	2 670	18,8	7 554	8,6	7 006	9,3	1,9
2017 Mai	-	-	14 869	9,2	-	12 162	8,2	2 708	19,2	7 710	8,8	7 159	9,5	-
Juni	-	-	14 689	9,0	-	12 011	8,1	2 678	19,0	7 631	8,7	7 057	9,4	-
Juli	-	-	14 688	9,0	-	12 019	8,1	2 669	18,9	7 615	8,7	7 072	9,4	-
Aug.	-	-	14 562	9,0	-	11 887	8,0	2 676	18,8	7 565	8,6	6 997	9,3	-
Sept.	-	-	14 432	8,9	-	11 766	7,9	2 666	18,7	7 483	8,5	6 949	9,2	-
Okt.	-	-	14 344	8,8	-	11 687	7,9	2 657	18,6	7 456	8,5	6 888	9,2	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- 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	2,7	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,5	0,0	3,8
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,8	3,3	2,3	8,8
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,5	1,3	1,7	1,8	7,2
2016 Q4	2,4	1,8	2,4	1,8	1,3	5,4	2,3	3,2	2,4	1,7	3,1	1,4	4,1
2017 Q1	1,3	1,3	2,2	1,3	-0,6	1,8	1,9	5,5	2,2	1,4	2,8	1,4	4,8
Q2	2,7	2,8	3,9	2,4	1,7	1,7	3,7	6,7	2,9	2,7	3,3	1,3	6,0
Q3	3,7	4,0	4,9	4,6	2,0	0,3	3,0	8,8	2,9	1,8	4,3	0,3	5,5
2017 Mai	4,1	4,3	4,1	5,5	3,2	1,6	2,9	8,4	2,7	2,1	3,6	-0,1	7,1
Juni	2,9	2,6	4,3	1,5	1,2	4,8	4,3	5,9	3,5	2,7	3,6	4,1	6,5
Juli	3,7	3,8	5,0	4,5	1,1	1,7	2,8	7,3	2,3	1,5	3,6	1,0	4,6
Aug.	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,1	1,9	9,0	2,3	1,3	3,7	-0,2	6,9
Sept.	3,4	3,9	4,6	4,4	2,3	-0,8	3,1	10,2	4,0	2,5	5,7	0,2	5,3
Okt.	3,7	4,4	5,0	3,3	5,3	-2,2	.	.	0,4	0,2	0,6	0,3	5,9
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2017 Mai	1,3	1,5	0,6	2,3	1,4	0,6	-0,1	2,5	0,4	-0,4	0,8	1,2	2,8
Juni	-0,5	-0,8	0,0	-1,9	-0,4	0,9	0,1	-0,4	0,4	0,6	0,3	1,0	-1,8
Juli	0,3	0,5	0,6	1,0	0,5	-1,2	0,0	-0,7	0,0	-0,5	0,3	-0,5	-2,0
Aug.	1,5	1,8	1,2	3,4	0,3	0,6	0,0	3,2	-0,2	0,0	0,0	-0,7	2,9
Sept.	-0,5	-0,6	-0,5	-1,6	0,2	-0,5	0,1	0,7	0,8	1,0	0,5	-0,5	1,5
Okt.	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	0,1	.	.	-1,1	-1,3	-1,1	-0,1	-3,0

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	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 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
Q2	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
Q3	112,1	5,4	83,5	-1,5	-2,2	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 Juni	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
Juli	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
Aug.	111,9	5,0	-	-1,5	-3,3	1,6	15,1	-	57,4	58,3	54,7	55,7
Sept.	113,1	6,7	-	-1,2	-1,7	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
Okt.	114,1	8,0	83,8	-1,1	0,4	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
Nov.	114,6	8,2	-	0,1	1,6	4,2	16,3	-	60,1	61,0	56,2	57,5

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 ¹⁾	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	
2014	12,7	94,4	1,0	1,9	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	132,4	2,9	7,1	1,6
2015	12,3	93,7	1,5	2,2	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	134,3	4,4	4,7	2,4
2016	12,1	93,3	1,9	1,9	5,5	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,2	1,9
2016 Q3	12,2	93,4	1,5	2,2	5,8	4,1	4,0	33,5	7,7	133,6	4,0	6,3	1,9
Q4	12,1	93,3	1,5	1,9	5,2	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,4	1,9
2017 Q1	12,1	93,0	1,5	1,9	10,8	4,7	4,6	33,5	7,3	133,7	4,4	9,9	2,3
Q2	12,1	93,1	1,4	1,9	5,5	4,9	4,9	33,3	6,7	132,9	4,2	8,6	2,2

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 Q4	946,0	860,8	85,3	548,4	457,9	199,2	193,7	170,0	144,3	28,4	64,8	9,4	9,6
2017 Q1	955,2	871,1	84,1	558,9	479,8	206,1	188,8	163,0	145,9	27,2	56,6	7,4	17,7
Q2	964,4	890,2	74,1	559,1	477,5	208,0	190,8	170,5	151,5	26,8	70,3	7,0	17,2
Q3	969,3	866,4	102,8	566,3	475,4	210,9	188,9	166,2	134,5	25,8	67,5	5,8	4,6
2017 April	318,9	297,3	21,6	184,2	158,4	69,3	62,8	56,5	49,6	8,9	26,5	2,0	6,1
Mai	326,3	297,9	28,4	188,9	162,2	68,6	64,1	59,8	50,8	9,0	20,8	2,1	5,5
Juni	319,2	295,0	24,1	186,0	156,9	70,0	64,0	54,2	51,1	8,9	23,0	2,9	5,6
Juli	319,9	289,3	30,6	185,1	158,7	70,0	62,5	56,3	44,7	8,5	23,5	2,4	1,4
Aug.	323,2	288,7	34,5	187,4	158,1	70,0	62,8	56,9	46,5	8,9	21,3	1,7	1,3
Sept.	326,1	288,4	37,8	193,8	158,7	70,9	63,6	53,0	43,3	8,4	22,8	1,7	1,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2017 Sept.	3 834,9	3 488,5	346,4	2 232,7	1 890,7	824,2	762,2	669,7	576,3	108,2	259,3	29,6	49,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2017 Sept.	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	6,9	6,1	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

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			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter				
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 Q4	2,3	2,5	525,4	245,2	109,4	157,4	440,1	462,7	257,5	75,7	119,7	336,5	50,1
2017 Q1	10,9	13,8	539,5	258,5	110,1	161,1	449,5	485,8	279,3	78,4	120,1	344,3	59,9
Q2	5,3	9,7	545,1	257,1	112,4	163,0	455,5	486,2	275,5	79,5	123,4	352,0	52,1
Q3	6,1	7,6	547,4	.	.	.	458,5	483,2	.	.	.	351,3	.
2017 April	-1,7	4,4	180,0	85,5	36,7	53,7	149,7	161,6	92,0	26,9	40,2	116,5	17,9
Mai	13,7	18,1	184,1	86,9	38,5	55,4	154,5	165,3	93,9	26,7	42,2	119,7	17,6
Juni	4,2	6,7	181,0	84,6	37,3	53,9	151,3	159,3	89,7	25,9	41,0	115,9	16,6
Juli	6,1	8,9	178,9	83,7	36,4	54,2	149,6	160,8	90,1	26,2	40,8	117,1	15,8
Aug.	6,8	8,8	183,2	86,2	37,9	55,5	153,9	162,2	91,3	27,0	41,1	119,1	15,9
Sept.	5,6	5,1	185,3	.	.	.	155,0	160,2	.	.	.	115,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q4	1,6	1,0	120,5	118,2	119,4	124,9	120,1	110,1	109,2	108,3	112,0	112,8	104,4
2017 Q1	6,4	3,1	121,1	121,6	119,1	124,5	120,6	110,3	111,3	108,2	110,0	112,3	109,6
Q2	1,5	2,0	122,6	121,5	121,7	125,7	122,1	112,5	112,9	110,3	114,3	115,4	104,4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 März	9,2	6,0	122,6	122,7	122,1	126,1	122,5	110,7	111,9	106,5	113,0	112,7	103,6
April	-6,0	-5,2	121,2	120,7	118,7	124,5	120,3	110,6	111,3	109,0	111,3	113,5	102,4
Mai	8,9	9,6	123,6	122,9	124,5	127,2	123,7	114,7	115,1	112,7	116,8	117,8	104,8
Juni	1,8	1,6	123,0	121,0	122,0	125,5	122,4	112,2	112,3	109,1	114,8	114,8	106,0
Juli	3,6	3,4	121,5	119,5	118,3	126,5	120,9	113,2	113,1	109,9	113,6	115,6	101,3
Aug.	4,8	4,8	124,8	123,0	124,7	130,1	124,9	115,3	115,2	116,7	114,9	119,4	98,8

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	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel												
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	86,6	13,4	
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 Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,3	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3	
2017 Q1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5	
Q2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3	
Q3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,4	0,1	-0,9	0,4	1,5	1,1	
2017 Juni	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,4	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3	
Juli	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,2	1,3	1,1	
Aug.	101,7	1,5	1,2	1,4	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	1,6	1,1	
Sept.	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0	
Okt.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,0	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,2	1,4	1,1	
Nov. ³⁾	102,3	1,5	0,9	.	1,2	0,2	0,2	0,0	0,0	1,5	0,0	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
Gewichte in % (2017)	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
	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 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
Q2	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
Q3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
2017 Juni	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9
Juli	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8
Aug.	1,4	2,0	0,6	1,4	0,5	4,0	1,3	1,2	2,5	-1,9	2,4	0,8
Sept.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9
Okt.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4
Nov.	2,2	2,1	2,4	.	0,4	4,7	.	.	.	.	.	.

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 Statistiken 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⁾										Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien ²⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ²⁾
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,6
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	3,8
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,7
2016 Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,2	3,7	5,5
2017 Q1	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,8	.
Q2	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	1,9	4,0	.
Q3	104,4	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,2	1,9	.	.
2017 Mai	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,7	-	-	-
Juni	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,5	0,3	2,5	-	-	-
Juli	104,0	2,0	2,2	2,0	2,7	1,0	2,2	3,2	0,2	1,9	-	-	-
Aug.	104,3	2,5	2,7	2,2	2,9	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-	-
Sept.	104,8	2,8	2,9	2,2	3,3	1,0	2,2	3,1	0,3	4,3	-	-	-
Okt.	105,2	2,5	2,5	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-

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 (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewicht ²⁾			Nach Verwendung gewicht ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,5	0,9	0,6	0,5	0,9	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,5	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q4	107,2	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	-0,2	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 Q1	107,4	0,7	1,5	1,5	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
Q2	107,8	1,1	1,4	1,4	1,0	1,3	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
Q3	108,2	1,3	1,4	1,3	1,0	1,3	1,7	1,8	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
2017 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,1	8,9	2,0	-4,4	10,1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-9,0	12,3	1,0	-8,1	13,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,5	-6,2	12,0	5,2	-1,2	13,2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,5	3,4	0,2	-3,8	4,9

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise		
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,7	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	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 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	
Q2	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5	
Q3	8,7	4,9	6,8	3,2	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4	
2017 Juni	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9	
Juli	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0	
Aug.	8,1	4,0	6,4	0,1	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3	
Sept.	10,5	6,1	8,0	4,3	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8	
Okt.	8,7	8,4	8,6	7,8	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1	
Nov.	11,1	7,5	8,2	7,9	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1	

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,4
2016 Q4	112,3	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
2017 Q1	100,4	1,4	1,3	1,6	1,3	1,6	1,6
Q2	111,1	1,7	2,1	0,8	1,9	1,5	1,4
Q3	.	.	.	.	.	.	1,4

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 Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6
2015	104,8	0,4	-3,3	-1,8	0,5	1,2	0,9	0,6	2,0	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	1,3	0,0	-0,3	1,3	0,0	1,7	4,3	0,7	1,2	1,7
2016 Q4	106,1	0,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	-0,3	2,3	4,9	0,9	1,1	1,6
2017 Q1	106,3	1,0	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,4	1,9	4,3	1,8	1,4	1,6
Q2	106,5	0,9	1,3	-0,1	0,6	0,1	0,4	1,1	5,6	2,6	1,4	1,9
Q3	106,7	0,9	0,9	-0,5	1,0	0,6	1,6	0,1	3,6	2,1	1,1	1,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,6	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	2,0
2016	109,5	1,3	0,5	1,4	1,5	1,5	0,7	2,2	3,3	0,8	1,2	1,5
2016 Q4	110,3	1,4	0,7	1,6	1,3	1,6	0,7	2,1	3,4	0,9	1,4	2,0
2017 Q1	110,7	1,5	-0,2	1,6	1,4	1,4	0,8	1,8	3,6	2,1	1,6	1,6
Q2	111,1	1,7	0,7	1,7	2,3	1,4	1,6	1,7	4,8	2,4	1,8	1,4
Q3	111,6	1,7	1,3	1,8	1,9	1,9	2,1	1,1	3,1	2,8	1,6	0,7
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6
2015	103,2	1,1	4,3	3,7	0,4	0,4	1,9	0,1	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,4	1,8	0,2	0,6	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2
2016 Q4	104,0	0,6	-2,8	2,0	1,3	0,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,3	0,4
2017 Q1	104,1	0,5	-0,7	0,9	1,1	0,9	1,2	-0,1	-0,6	0,3	0,1	-0,1
Q2	104,3	0,7	-0,6	1,9	1,7	1,3	1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,3	-0,6
Q3	104,6	0,8	0,4	2,3	0,9	1,3	0,5	0,9	-0,4	0,6	0,4	-0,4
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	-0,1	1,3	1,5	1,5	1,0	1,7	3,4	0,7	1,5	1,7
2016 Q4	112,2	1,6	1,3	1,4	1,6	1,9	1,3	2,1	4,2	1,0	1,8	2,4
2017 Q1	112,5	1,6	0,3	1,4	1,1	1,6	0,9	1,5	3,6	2,1	1,9	1,6
Q2	112,9	1,7	1,9	1,4	2,0	1,5	1,9	2,4	5,2	2,5	1,9	1,2
Q3	113,3	1,5	0,4	1,3	1,3	1,7	2,3	0,9	3,2	2,7	1,7	0,1
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1
2015	105,2	1,0	3,4	3,4	-0,2	0,8	0,9	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,6	0,3	1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,3	0,0
2016 Q4	106,2	0,9	-1,7	1,8	1,7	0,8	1,6	-0,4	-1,4	0,2	0,7	0,7
2017 Q1	106,2	0,7	0,9	0,8	1,0	1,4	1,5	-0,4	-1,1	0,6	0,4	-0,1
Q2	106,5	0,9	0,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	-0,6	0,2	0,5	-0,5
Q3	106,6	0,8	0,4	1,8	0,7	1,2	1,0	0,8	-0,4	0,7	0,5	-0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	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	970,1	4 975,6	5 945,7	1 585,7	2 147,6	3 733,2	9 678,9	120,8	430,0	110,1	660,9	10 339,8
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,1	6 128,3	7 203,4	1 328,6	2 175,7	3 504,3	10 707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11 396,9
2016 Q4	1 075,1	6 128,3	7 203,4	1 328,6	2 175,7	3 504,3	10 707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11 396,9
2017 Q1	1 087,2	6 292,0	7 379,1	1 304,7	2 181,3	3 486,0	10 865,2	74,4	531,6	100,2	706,2	11 571,3
Q2	1 094,9	6 424,8	7 519,7	1 258,0	2 194,2	3 452,2	10 971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11 634,0
Q3	1 103,9	6 573,9	7 677,8	1 222,4	2 208,2	3 430,5	11 108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11 785,8
2017 Mai	1 092,5	6 374,4	7 466,9	1 267,6	2 190,1	3 457,7	10 924,6	71,9	519,6	83,3	674,8	11 599,4
Juni	1 094,9	6 424,8	7 519,7	1 258,0	2 194,2	3 452,2	10 971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11 634,0
Juli	1 095,0	6 468,2	7 563,2	1 245,9	2 200,4	3 446,3	11 009,5	66,3	518,2	79,9	664,4	11 673,9
Aug.	1 099,6	6 528,0	7 627,6	1 239,0	2 205,0	3 444,0	11 071,6	70,5	521,0	76,9	668,4	11 740,0
Sept.	1 103,9	6 573,9	7 677,8	1 222,4	2 208,2	3 430,5	11 108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11 785,8
Okt. ^(p)	1 110,0	6 591,1	7 701,2	1 216,1	2 215,4	3 431,5	11 132,7	73,1	529,0	69,3	671,3	11 804,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2014	59,6	376,6	436,2	-88,4	3,7	-84,7	351,5	3,8	11,8	12,8	28,3	379,8
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	542,0	579,5	-105,8	16,0	-89,8	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,9	539,5
2016 Q4	8,2	171,4	179,6	-53,4	4,0	-49,4	130,2	-7,6	20,6	3,2	16,2	146,4
2017 Q1	12,1	166,4	178,5	-21,5	5,5	-16,0	162,5	4,1	8,5	4,0	16,5	179,0
Q2	7,8	152,4	160,2	-37,1	12,5	-24,6	135,5	-5,6	-17,5	-18,4	-41,5	94,0
Q3	9,0	157,8	166,8	-32,7	10,8	-22,0	144,8	-1,1	17,0	-0,2	15,7	160,6
2017 Mai	1,4	48,0	49,4	-9,2	5,1	-4,0	45,4	-0,1	0,1	0,6	0,6	46,0
Juni	2,5	54,2	56,7	-8,6	4,2	-4,5	52,2	-3,5	-5,7	-0,5	-9,7	42,5
Juli	0,1	49,5	49,6	-10,0	3,0	-7,0	42,6	-1,6	4,3	1,5	4,2	46,8
Aug.	4,6	63,3	67,9	-5,9	4,6	-1,3	66,5	4,5	2,8	-5,5	1,8	68,4
Sept.	4,3	45,1	49,3	-16,8	3,2	-13,6	35,7	-3,9	9,9	3,7	9,7	45,4
Okt. ^(p)	6,2	14,3	20,5	-7,3	7,2	-0,1	20,4	6,4	-1,9	-13,0	-8,5	11,9
Wachstumsraten												
2014	6,5	8,4	8,1	-5,2	0,2	-2,2	3,8	3,1	2,8	18,5	4,6	3,9
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2016 Q4	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017 Q1	3,7	9,9	8,9	-7,6	0,8	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
Q2	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
Q3	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
2017 Mai	3,9	10,1	9,2	-8,5	1,0	-2,8	5,1	-17,1	7,1	-9,1	1,7	4,9
Juni	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
Juli	3,4	10,2	9,2	-9,9	1,2	-3,2	5,0	-18,5	4,3	-17,6	-1,7	4,6
Aug.	3,5	10,6	9,5	-9,2	1,4	-2,7	5,4	-11,3	6,2	-24,0	-0,4	5,0
Sept.	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
Okt. ^(p)	3,5	10,5	9,4	-9,9	1,8	-2,7	5,4	-0,4	3,7	-26,2	-0,7	5,0

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⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2014	1 864,7	1 366,5	366,5	112,6	19,1	5 556,2	2 749,7	811,9	1 991,5	3,1	851,0	223,4	334,4
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2 079,0	1 656,1	296,1	118,2	8,4	6 052,6	3 401,2	643,8	2 005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2016 Q4	2 079,0	1 656,1	296,1	118,2	8,4	6 052,6	3 401,2	643,8	2 005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2017 Q1	2 159,7	1 734,4	301,3	117,6	6,5	6 135,9	3 498,1	620,5	2 014,7	2,6	973,0	191,5	392,3
Q2	2 187,9	1 769,1	293,5	118,9	6,4	6 187,6	3 560,6	599,2	2 025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
Q3	2 218,1	1 806,7	285,9	120,1	5,3	6 255,3	3 635,2	582,0	2 036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
2017 Mai	2 174,1	1 755,0	294,1	118,8	6,2	6 171,9	3 540,9	605,8	2 022,6	2,6	961,7	196,1	400,2
Juni	2 187,9	1 769,1	293,5	118,9	6,4	6 187,6	3 560,6	599,2	2 025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
Juli	2 193,0	1 777,7	289,8	119,4	6,1	6 205,3	3 578,7	593,1	2 031,3	2,1	978,3	194,8	409,4
Aug.	2 205,8	1 793,1	286,9	120,0	5,7	6 231,9	3 607,3	588,4	2 034,2	2,0	988,5	199,2	417,1
Sept.	2 218,1	1 806,7	285,9	120,1	5,3	6 255,3	3 635,2	582,0	2 036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
Okt. ^(p)	2 228,6	1 822,0	280,4	120,8	5,4	6 293,0	3 674,6	574,1	2 042,2	2,2	950,8	202,6	420,6
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2014	68,9	90,9	-26,2	1,4	2,7	140,7	208,8	-65,1	-1,2	-1,8	56,8	7,0	22,3
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	127,9	151,8	-24,3	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2016 Q4	9,8	30,6	-18,9	-1,0	-0,8	70,7	90,4	-23,4	4,6	-0,7	43,1	-7,9	-1,4
2017 Q1	83,7	79,7	6,5	-0,7	-1,9	83,5	97,4	-23,6	8,9	0,7	-15,5	-6,4	9,2
Q2	37,7	40,8	-4,8	1,7	0	54,9	65,7	-20,4	10,0	-0,3	13,6	5,3	10,6
Q3	35,2	41,0	-6,0	1,3	-1,1	66	75,5	-16,8	7,6	-0,3	12,8	4,8	16,1
2017 Mai	16,4	15,7	-0,1	1,4	-0,6	19	22,0	-6,1	3,7	-0,5	8,7	-2,6	2,3
Juni	15,8	15,3	-0,2	0,5	0,2	16,4	20,6	-6,4	2,5	-0,3	10,7	0,3	2,9
Juli	8,9	11,5	-2,8	0,5	-0,3	15,5	18,7	-5,7	2,7	-0,2	11,5	-1,5	6,4
Aug.	14,5	16,6	-2,4	0,6	-0,4	27	28,9	-4,7	2,9	0,0	12,6	4,6	7,7
Sept.	11,8	12,9	-0,9	0,2	-0,5	23,4	27,9	-6,4	2,0	-0,1	-11,4	1,7	2,0
Okt. ^(p)	8,8	13,9	-6,0	0,7	0,2	37,2	39,0	-8,0	6,0	0,2	-28,2	1,6	1,3
Wachstumsraten													
2014	4,0	7,6	-6,5	1,3	15,3	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-36,3	7,1	3,7	7,4
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2016 Q4	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2017 Q1	7,8	11,4	-5,5	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,2
Q2	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
Q3	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
2017 Mai	7,4	10,7	-5,8	0,5	-22,3	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,3	2,7	-9,5	5,2
Juni	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
Juli	7,6	10,7	-5,4	1,1	-25,2	4,5	10,1	-12,6	1,4	-29,9	4,4	-9,3	6,6
Aug.	8,1	11,3	-5,1	1,6	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,4	-5,9	8,7
Sept.	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
Okt. ^(p)	8,3	11,8	-7,2	1,7	-21,7	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,7	4,7	-1,5	7,6

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								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					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	3 613,5	1 136,1	2 475,2	12 509,1	10 454,5	10 724,6	4 317,2	5 201,5	806,6	129,2	1 282,2	772,5
2015	3 901,3	1 113,5	2 785,4	12 599,8	10 509,6	10 805,0	4 290,2	5 308,7	787,1	123,8	1 307,8	782,4
2016	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 839,2	10 669,8	10 977,6	4 312,7	5 409,7	834,6	112,7	1 385,4	784,0
2016 Q4	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 839,2	10 669,8	10 977,6	4 312,7	5 409,7	834,6	112,7	1 385,4	784,0
2017 Q1	4 434,5	1 071,6	3 348,8	12 967,5	10 751,7	11 045,5	4 332,0	5 456,6	850,3	112,9	1 423,2	792,6
Q2	4 463,9	1 064,5	3 385,2	12 963,9	10 729,7	11 046,9	4 299,9	5 485,1	832,1	112,7	1 437,8	796,3
Q3	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 016,4	10 783,7	11 101,9	4 303,0	5 524,1	844,8	111,9	1 438,8	793,9
2017 Mai	4 475,9	1 066,4	3 395,1	12 977,5	10 747,8	11 060,1	4 338,9	5 472,8	824,5	111,6	1 437,6	792,1
Juni	4 463,9	1 064,5	3 385,2	12 963,9	10 729,7	11 046,9	4 299,9	5 485,1	832,1	112,7	1 437,8	796,3
Juli	4 496,7	1 058,1	3 424,3	12 985,3	10 735,4	11 070,2	4 303,5	5 485,5	832,2	114,2	1 455,2	794,7
Aug.	4 541,5	1 057,1	3 470,0	12 991,9	10 761,2	11 083,5	4 304,1	5 507,1	835,4	114,7	1 440,5	790,2
Sept.	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 016,4	10 783,7	11 101,9	4 303,0	5 524,1	844,8	111,9	1 438,8	793,9
Okt. ⁶⁾	4 557,9	1 044,8	3 499,3	13 070,6	10 837,4	11 154,3	4 330,0	5 534,4	860,9	112,1	1 433,0	800,2
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2014	73,3	16,7	56,6	-99,8	-47,0	-32,8	-60,6	-14,6	16,3	11,8	-89,7	36,9
2015	295,3	-21,0	316,0	83,0	55,9	77,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,4	233,6	258,0	81,7	119,5	43,6	-11,1	78,7	4,1
2016 Q4	152,6	-17,2	170,0	80,6	60,3	68,3	15,4	37,5	4,7	2,7	18,2	2,0
2017 Q1	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,5	49,1	20,6	0,2	36,7	10,1
Q2	34,6	-5,2	39,8	57,3	26,1	48,3	-1,1	37,8	-10,5	0,0	19,4	11,8
Q3	88,7	-10,8	99,6	77,8	79,5	86,6	21,4	44,0	14,7	-0,7	2,1	-3,9
2017 Mai	16,9	-3,2	20,0	29,3	15,2	24,5	8,5	9,3	-0,4	-2,2	13,9	0,2
Juni	-8,5	-2,5	-5,8	28,3	11,6	15,8	-16,7	17,0	10,2	1,1	4,4	12,3
Juli	32,9	-6,0	38,8	34,1	18,2	37,0	11,7	1,6	3,4	1,5	18,1	-2,2
Aug.	39,3	-1,3	40,5	18,5	34,2	22,4	5,3	23,7	4,7	0,6	-14,4	-1,2
Sept.	16,5	-3,5	20,3	25,1	27,2	27,1	4,5	18,7	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
Okt. ⁶⁾	3,0	-5,7	8,9	47,5	53,3	53,3	27,2	11,1	14,8	0,2	-8,7	2,8
Wachstumsraten												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,7	11,9	-6,6	4,6
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2016 Q4	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5
2017 Q1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7
Q2	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
Q3	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
2017 Mai	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,3	0,3	8,1	3,9
Juni	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4
Juli	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,6	7,5	5,6
Aug.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6
Sept.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6
Okt. ⁶⁾	7,4	-4,2	11,5	2,9	2,7	2,9	1,7	3,2	4,7	-1,6	4,4	2,8

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	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2014	4 317,2	4 269,8	1 112,3	724,5	2 480,4	5 201,5	5 546,5	563,0	3 861,7	776,9
2015	4 290,2	4 272,8	1 043,1	761,8	2 485,2	5 308,7	5 641,5	595,4	3 949,4	763,9
2016	4 312,7	4 312,2	1 001,2	797,8	2 513,6	5 409,7	5 726,4	615,2	4 046,2	748,4
2016 Q4	4 312,7	4 312,2	1 001,2	797,8	2 513,6	5 409,7	5 726,4	615,2	4 046,2	748,4
2017 Q1	4 332,0	4 333,1	1 005,1	802,6	2 524,3	5 456,6	5 767,6	626,4	4 085,7	744,5
Q2	4 299,9	4 314,1	988,8	798,6	2 512,5	5 485,1	5 797,5	635,0	4 112,9	737,1
Q3	4 303,0	4 324,3	976,4	812,4	2 514,2	5 524,1	5 828,8	644,4	4 148,7	730,9
2017 Mai	4 338,9	4 345,7	1 000,4	804,3	2 534,2	5 472,8	5 790,8	634,8	4 097,0	741,0
Juni	4 299,9	4 314,1	988,8	798,6	2 512,5	5 485,1	5 797,5	635,0	4 112,9	737,1
Juli	4 303,5	4 325,6	984,4	802,7	2 516,4	5 485,5	5 809,1	639,4	4 112,0	734,0
Aug.	4 304,1	4 325,9	980,9	804,9	2 518,2	5 507,1	5 818,8	642,5	4 132,0	732,6
Sept.	4 303,0	4 324,3	976,4	812,4	2 514,2	5 524,1	5 828,8	644,4	4 148,7	730,9
Okt. ^(p)	4 330,0	4 350,7	990,7	816,4	2 522,9	5 534,4	5 840,2	647,2	4 156,6	730,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,5	-49	-14,6	6,0	-3,0	-2,9	-8,6
2015	-15,0	23,7	-62,1	31,9	15,2	98,5	77,0	21,8	80,2	-3,5
2016	81,7	98,6	-17,3	44,3	54,7	119,5	114,3	23,5	105,2	-9,2
2016 Q4	15,4	29,7	-10,6	7,7	18,2	37,5	33,1	9,0	32,2	-3,7
2017 Q1	26,5	31,4	6,2	6,4	14	49,1	43,4	11,1	38,9	-0,8
Q2	-1,1	10,1	-2,8	2,1	-0,4	37,8	40,2	10,5	27,9	-0,6
Q3	21,4	33,4	-6,1	17,1	10,4	44,0	35,9	10,9	36,7	-3,6
2017 Mai	8,5	9,2	4,4	1,1	3,1	9,3	15,5	6,5	2,3	0,5
Juni	-16,7	-9,7	-3,9	-2,3	-10,4	17,0	11,7	1,5	15,6	-0,1
Juli	11,7	20,5	-1,1	5,8	7	1,6	12,7	4,8	-0,6	-2,6
Aug.	5,3	5,3	-1,5	3,4	3,4	23,7	11,9	3,6	20,4	-0,3
Sept.	4,5	7,5	-3,4	8	0	18,7	11,3	2,5	16,9	-0,7
Okt. ^(p)	27,2	27,6	14,2	4,3	8,7	11,1	12,5	3,1	7,9	0,1
Wachstumsraten										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,6	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2016 Q4	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017 Q1	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
Q2	1,2	2,0	-2,6	3,8	2	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
Q3	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
2017 Mai	1,6	2,5	-2,6	4,9	2,3	2,7	2,6	6,3	2,9	-1,0
Juni	1,2	2,0	-2,6	3,8	2	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
Juli	1,2	2,3	-2,2	3,7	1,8	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
Aug.	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Sept.	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
Okt. ^(p)	1,7	2,9	-0,8	4,5	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-1,0

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) 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	269,6	7 132,9	2 186,3	92,4	2 392,6	2 461,5	1 386,3	233,4	184,5	139,7	
2015	284,7	6 999,1	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,5	205,9	135,6	
2016	314,4	6 923,8	2 054,1	70,9	2 146,7	2 652,2	1 136,9	265,4	205,9	121,6	
2016 Q4	314,4	6 923,8	2 054,1	70,9	2 146,7	2 652,2	1 136,9	265,4	205,9	121,6	
2017 Q1	308,2	6 881,1	2 031,7	69,3	2 106,5	2 673,6	1 104,0	254,7	183,1	111,8	
Q2	305,7	6 766,4	2 002,0	66,8	2 066,4	2 631,2	1 030,0	248,3	154,2	109,7	
Q3	365,3	6 700,4	1 977,1	61,5	2 016,2	2 645,7	1 023,9	262,9	140,6	85,4	
2017 Mai	315,5	6 832,1	2 014,7	66,9	2 080,8	2 669,7	1 047,4	246,2	162,4	104,3	
Juni	305,7	6 766,4	2 002,0	66,8	2 066,4	2 631,2	1 030,0	248,3	154,2	109,7	
Juli	324,7	6 722,5	1 991,0	63,3	2 052,9	2 615,3	1 042,3	196,8	128,1	76,4	
Aug.	348,3	6 726,5	1 982,2	62,5	2 036,2	2 645,7	1 029,5	252,0	124,4	69,0	
Sept.	365,3	6 700,4	1 977,1	61,5	2 016,2	2 645,7	1 023,9	262,9	140,6	85,4	
Okt. ^(p)	341,7	6 697,9	1 961,3	60,8	2 013,3	2 662,5	968,3	246,8	154,2	109,5	
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2014	-3,2	-170,8	-120,8	2,1	-160,1	108,0	238,5	-6,2	0,7	17,8	
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0	
2016	26,7	-110,2	-70,2	-9,1	-110,5	79,6	-276,2	-72,5	12,8	-12,0	
2016 Q4	12,1	-6,1	-20,2	-2,2	-12,0	28,3	-42,9	-38,0	-0,2	-7,5	
2017 Q1	-7,5	-16,2	-16,3	-1,5	-27,3	28,9	-33,6	-31,9	-21,6	-9,1	
Q2	-2,6	-10,0	-22,1	-2,4	-2,6	17,1	-15,1	4,6	-28,9	-2,1	
Q3	65,0	-17,4	-22,0	-2,9	-29,7	37,2	24,3	17,5	-13,6	-24,3	
2017 Mai	-15,3	9,2	-6,0	-2,4	9,4	8,1	-19,7	13,5	-13,0	0,6	
Juni	-9,9	-10,2	-8,9	-0,1	-4,5	3,3	6,6	-3,8	-8,2	5,4	
Juli	19,1	-5,6	-8,9	-1,1	0,1	4,3	31,6	-38,4	-26,0	-33,3	
Aug.	23,5	-0,2	-7,8	-0,8	-9,2	17,5	-13,6	47,5	-3,7	-7,5	
Sept.	22,4	-11,5	-5,3	-1,0	-20,6	15,4	6,3	8,3	16,2	16,5	
Okt. ^(p)	-23,5	-13,9	-16,6	-0,7	-8,9	12,3	-63,3	-12,8	13,6	24,0	
Wachstumsraten											
2014	-1,4	-2,3	-5,1	2,3	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6	
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9	
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0	
2016 Q4	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0	
2017 Q1	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3	
Q2	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6	
Q3	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4	
2017 Mai	3,9	-1,2	-4,3	-11,6	-3,9	3,9	-	-	-23,4	-23,6	
Juni	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6	
Juli	-2,4	-0,8	-4,0	-11,5	-2,8	3,5	-	-	-35,6	-39,5	
Aug.	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0	
Sept.	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4	
Okt. ^(p)	8,6	-1,0	-4,6	-12,6	-3,6	4,1	-	-	-19,6	-17,6	

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	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 Q3	-1,8	.	.	.	.	0,5
Q4	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 Q1	-1,3	.	.	.	.	0,8
Q2	-1,3	.	.	.	.	0,9

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	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 Q3	46,1	45,6	12,5	13,0	15,3	0,5	47,9	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,8
Q4	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 Q1	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
Q2	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,1	22,7	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	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	
														MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 Q3	89,7	2,7	15,6	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Q1	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	89,1	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Wachstum/Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	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	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6	
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4	
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3	
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6	
2016 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	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6	
2017 Q1	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0	
Q2	-1,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,8	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	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 Q3	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
Q4	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Q1	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
Q2	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
2017 Mai	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
Juni	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Juli	13,9	12,2	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3
Aug.	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
Sept.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
Okt.	13,2	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	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	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2	
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2016 Q3	-2,8	0,6	0,3	-1,6	-1,9	-4,9	-3,3	-2,4	-1,0	
Q4	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,4	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 Q1	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,1	-3,4	-2,4	0,8	
Q2	-1,5	0,8	-0,5	-0,6	1,0	-3,6	-3,3	-2,4	1,0	
Verschuldung										
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6	
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5	
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5	
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2016 Q3	108,8	69,2	9,5	75,1	176,4	99,9	97,4	132,1	111,5	
Q4	106,1	68,1	9,4	72,8	179,1	99,0	96,5	132,0	108,5	
2017 Q1	107,8	66,6	9,2	74,7	176,2	99,9	98,8	134,0	107,6	
Q2	106,6	66,0	8,9	74,3	175,0	99,8	99,3	134,7	107,6	
	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	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 Q3	0,2	0,3	1,6	0,9	-0,4	-0,7	-3,7	-1,8	-2,4	-2,0
Q4	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 Q1	-0,1	0,7	0,5	2,3	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-1,9	-1,5
Q2	0,4	0,7	0,4	2,0	1,1	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-0,9
Verschuldung										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 Q3	38,3	41,2	21,6	59,3	61,5	82,7	132,8	81,7	52,7	61,6
Q4	40,5	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,9	63,1
2017 Q1	39,4	39,2	23,9	58,1	59,6	81,7	130,4	80,2	53,5	62,6
Q2	40,0	41,7	23,4	56,8	58,7	81,4	132,1	79,8	51,8	61,8

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 13. Dezember 2017.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-17-008-DE-N (Online-Version)