



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2018



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	11
3 Konjunktorentwicklung	14
4 Preise und Kosten	19
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	22
<b>Kästen</b>	<b>27</b>
1 Weltwirtschaftliche Folgen der zunehmenden Handelsspannungen	27
2 Bestimmungsfaktoren der jüngsten Verbesserung der Auslandsposition des Euro-Währungsgebiets	33
3 Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung im Euro-Währungsgebiet	39
<b>Aufsätze</b>	<b>44</b>
1 Reale Konvergenz in Mittel-, Ost- und Südosteuropa	44
2 Die Auswirkungen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors auf die Märkte für Unternehmensanleihen und auf die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet	77
3 Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet	98
<b>Statistik</b>	<b>113</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Nach mehreren Quartalen, in denen das Wachstum höher ausfiel als erwartet, deuten die seit der Sitzung des EZB-Rats Anfang März verfügbar gewordenen Daten auf eine leichte Abschwächung hin, stehen jedoch nach wie vor mit einer robusten und breit angelegten wirtschaftlichen Expansion im Euro-Währungsgebiet im Einklang.<sup>1</sup> Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums stellen sich noch immer als weitgehend ausgewogen dar, allerdings treten nun Risiken im Zusammenhang mit globalen Faktoren, darunter die Gefahr eines verstärkten Protektionismus, vermehrt in den Vordergrund. Insgesamt bestärkt die robuste konjunkturelle Grunddynamik den EZB-Rat weiterhin in seinem Vertrauen, dass sich die Teuerungsrate mittelfristig seinem Inflationsziel von unter, aber nahe 2 % annähern wird. Zugleich zeigen sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor verhalten und lassen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen. Vor diesem Hintergrund wird der EZB-Rat auch künftig die Entwicklungen des Wechselkurses und weiterer Finanzierungsbedingungen im Hinblick auf deren mögliche Auswirkungen auf die Inflationsaussichten beobachten. Insgesamt bedarf es noch immer umfangreicher geldpolitischer Impulse, damit sich weiterhin Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaut und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird.

Auf globaler Ebene stehen die Umfrageindikatoren im Allgemeinen nach wie vor im Einklang mit einem stetigen Wirtschaftswachstum. Allerdings stellen die Zollankündigungen der letzten Wochen eine Gefahr für die globale Dynamik dar. Die Indikatoren für den Welthandel fielen uneinheitlich aus, lassen insgesamt aber eine gewisse Abschwächung zu Jahresbeginn erkennen. Darüber hinaus hatten geopolitische Risiken einen Anstieg der Ölpreise zur Folge.

Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet sind gesunken und die entsprechenden Spreads enger geworden. Letzteres spiegelt eine Verbesserung der makroökonomischen Fundamentaldaten in einzelnen Ländern vor dem Hintergrund des anhaltenden Konjunkturaufschwungs wider. Auch die Aktiennotierungen im Euroraum legten trotz einiger Phasen erhöhter Volatilität zu. An den Devisenmärkten blieb der Wechselkurs des Euro in nominaler effektiver Rechnung weitgehend unverändert.

---

<sup>1</sup> Auf Grundlage der zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 26. April 2018 vorliegenden Informationen.

Die Analyse der aktuellen Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse deutet auf eine leichte Abschwächung des Wirtschaftswachstums seit Jahresbeginn hin. Diese Abschwächung könnte zum Teil eine rückläufige Entwicklung des zum Jahresende 2017 verzeichneten kräftigen Wachstums widerspiegeln, wenngleich hier auch temporäre Faktoren eine Rolle spielen könnten. Insgesamt dürfte das Wachstum allerdings robust und breit angelegt bleiben. Die privaten Konsumausgaben werden vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs (der wiederum zum Teil vorangegangene Arbeitsmarktreformen widerspiegelt) sowie vom steigenden Vermögen der privaten Haushalte getragen. Bei den Unternehmensinvestitionen ist angesichts der äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen, einer besseren Ertragslage der Unternehmen und einer soliden Nachfrage ein erneuter Anstieg zu verzeichnen. Auch bei den Wohnungsbauinvestitionen ist weiterhin eine Verbesserung festzustellen. Darüber hinaus verleiht die breit angelegte weltwirtschaftliche Expansion den Ausfuhren des Euroraums Auftrieb.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet erhöhte sich im März 2018 auf 1,3 % nach 1,1 % im Vormonat, was in erster Linie einem stärkeren Preisauftrieb bei den Nahrungsmittelpreisen geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte sich die Gesamtinflation im restlichen Jahresverlauf um einen Wert von 1,5 % bewegen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigen sich insgesamt gesehen weiterhin verhalten. Mittelfristig dürften diese Indikatoren, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der damit verbundenen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und einem höheren Lohnwachstum, allmählich ansteigen.

Die monetäre Analyse zeigt eine Fortsetzung des robusten Wachstums der weit gefassten Geldmenge (M3) nur knapp unterhalb der seit Mitte 2015 beobachteten engen Bandbreite. Die Jahreswachstumsrate von M3 lag im Februar bei 4,2 % und spiegelt die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB sowie die geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Einlagen wider. Dementsprechend hatte das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 nach wie vor den größten Anteil am Wachstum der weit gefassten Geldmenge und wies abermals eine solide Jahresänderungsrate auf. Die seit Anfang 2014 verzeichnete Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzt sich ebenfalls fort. Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum für das erste Quartal 2018 geht hervor, dass das Kreditwachstum weiterhin von einer steigenden Nachfrage in sämtlichen Darlehenskategorien und einer weiteren Lockerung der allgemeinen Kreditvergabebedingungen der Banken getragen wird.

Auf Grundlage der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse sowie der Signale aus der 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 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Diese anhaltende Unterstützung durch die Geldpolitik erfolgt über den Nettoerwerb von Vermögenswerten, den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten, die laufenden und bevorstehenden Reinvestitionen sowie die Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze.

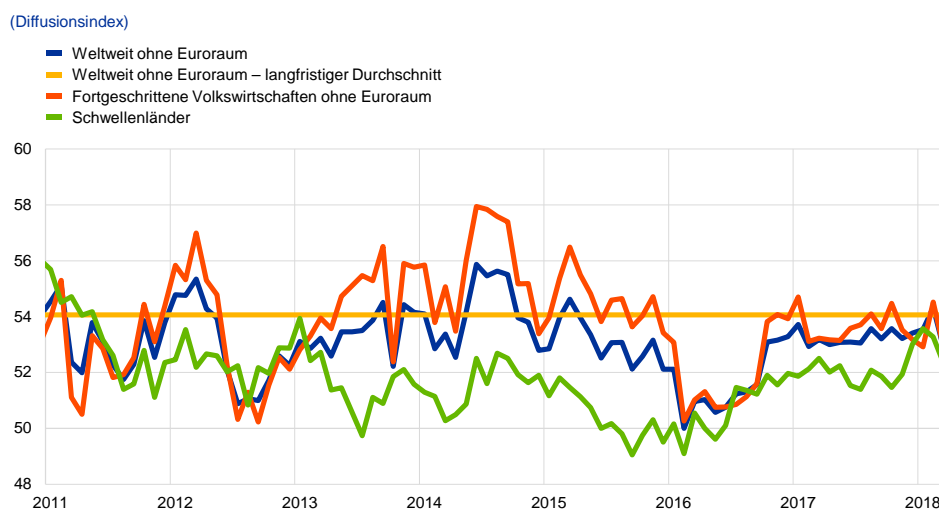
Dementsprechend beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und er geht weiterhin davon aus, dass diese für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen Niveau bleiben werden. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im derzeitigen Umfang von monatlich 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen soll und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Schließlich unterstrich der EZB-Rat abermals, dass das Eurosystem weiterhin 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

**Die globalen Umfrageindikatoren für das erste Quartal 2018 stehen nach wie vor im Einklang mit einer steten Zunahme der Wirtschaftstätigkeit.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) ist im März nach einem Rückgang im verarbeitenden Gewerbe und in der Dienstleistungsbranche gesunken (siehe Abbildung 1). Im Quartalsvergleich lag der EMI im ersten Vierteljahr 2018 leicht oberhalb seines Niveaus der zweiten Jahreshälfte 2017. Dies lässt auf ein weiterhin positives außenwirtschaftliches Umfeld des Euro-Währungsgebiets schließen. In den Vereinigten Staaten verzeichnete der EMI im ersten Jahresviertel praktisch keine Veränderung, wohingegen er im Vereinigten Königreich und in geringerem Maße in Japan nach schwächeren Ergebnissen im März sank. In den Schwellenländern legte der EMI auf Quartalsbasis in Brasilien und China zu, während er in Indien und Russland nachgab.

### Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor



Quellen: Haver Analytics, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2018. „Langfristiger Durchschnitt“ bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis März 2018.

**Die jüngst von den Vereinigten Staaten angekündigte Anhebung der Zölle stellt eine Gefahr für die globale Konjunktur dar.** Ende März verhängte Präsident Trump per Verordnung Einfuhrzölle auf Stahl und Aluminium, um die US-amerikanische Industrie vor Konkurrenz aus dem Ausland zu schützen. Darüber hinaus gab die US-Regierung eine Erhöhung der Zölle auf chinesische Waren im Wert von 50 Mrd USD bekannt. Im Gegenzug erklärte China seine Absicht, Zölle in vergleichbarem Umfang auf US-Importe zu erheben. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der bislang angekündigten Maßnahmen dürften für sich genommen nur sehr gering sein. Jedoch haben die mit einem verstärkten Protektionismus einhergehenden Risiken deutlich zugenommen. Die Erwartung, dass es in der Auseinandersetzung zu einer Eskalation kommen könnte, hätte Folgen für die

Investitionsentscheidungen und würde sich somit potenziell stärker in der weltweiten Konjunktur niederschlagen. Eine ausführliche Analyse der Folgen steigender Handelsspannungen für die Weltwirtschaft findet sich in Kasten 1.

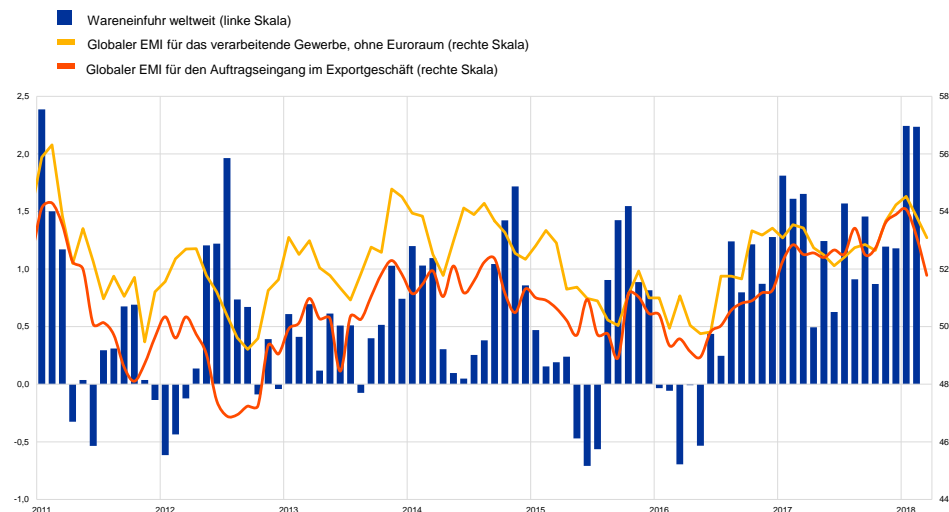
**Die von der immer noch expansiven Geldpolitik getragenen globalen Finanzierungsbedingungen wirken sich weiterhin günstig auf den Weltwirtschaftsausblick aus.** Die positive Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten setzt sich ungeachtet der jüngsten Volatilität fort. Nach der Leitzinserhöhung, die auf der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve im März beschlossen wurde, wies die Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt eine Aufwärtstendenz auf. Die Märkte rechnen weiterhin mit einer schrittweisen geldpolitischen Straffung und preisen drei weitere Leitzinsanhebungen im Jahr 2018 ein. Den Markterwartungen nach ist auch im Vereinigten Königreich in den kommenden Monaten mit einem Leitzinsanstieg zu rechnen, nachdem die Bank of England im Februar in ihrem Inflationsbericht einen restriktiveren Kurs signalisiert hatte. Demgegenüber bleibt die Bank von Japan bei ihrer sehr expansiven Ausrichtung und hält die Zinsen zehnjähriger Anleihen mit Blick auf ihr Programm zur Steuerung der Zinsstrukturkurve nahe null. Auch in den Schwellenländern herrschen dank einer nachhaltigen Steigerung der Kapitalzuflüsse im vergangenen Jahr weiterhin akkommodierende Finanzierungsbedingungen. Die Renditeabstände von Anleihen weiteten sich nach der Ankündigung von Importzöllen durch die US-Regierung zwar aus, sind im historischen Vergleich aber immer noch gering. Gleichzeitig verbessern sich die Finanzierungsbedingungen in den großen rohstoff-exportierenden Ländern weiter. Sowohl in Brasilien als auch in Russland wurden angesichts des immer noch verhaltenen Inflationsdrucks die Leitzinsen im März erneut gesenkt. China dagegen verschärft die Finanzierungsbedingungen im Inland weiter, um so den Risiken im Finanzsystem zu begegnen, und hat die Zinssätze für Offenmarktgeschäfte im März ein weiteres Mal erhöht.

**Die Indikatoren für den Welthandel fielen uneinheitlich aus, lassen aber insgesamt auf eine gewisse Verlangsamung zu Jahresbeginn schließen.** Das Volumen der globalen Warenimporte stieg im Februar 2018 (wie schon im Vormonat) aufgrund kräftiger Steigerungen in den asiatischen Ländern im Dreimonatsvergleich um 2,2 %. Indes verzeichneten Handelsindikatoren wie der EMI für den Auftragszugang im Exportgeschäft im ersten Quartal einen Rückgang (siehe Abbildung 2). Auch eine weiter gefasste Messgröße, die auf einer Hauptkomponente der Frühindikatoren für den internationalen Handel basiert, deutet auf eine leichte Abschwächung im ersten Jahresviertel 2018 im Vergleich zum Vorquartal hin.



## Abbildung 2 Welthandel und Umfrageergebnisse

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



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

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2018 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. März 2018 (EMIs).

**Die Inflation auf globaler Ebene entwickelte sich im Februar weiterhin stabil.** In den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) belief sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Februar auf 2,2 % und entsprach damit weitgehend dem in der zweiten Jahreshälfte 2017 verzeichneten Durchschnittswert. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet kletterte die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum geringfügig auf 1,9 %. Auf kurze Sicht sollte die Inflation infolge der jüngsten Erhöhung der Ölpreise anziehen. Danach dürfte die zugrunde liegende Teuerung auch durch die weltweit allmählich abnehmenden Kapazitätsreserven gestützt werden.

**Die Ölnotierungen legten Mitte März aufgrund erhöhter geopolitischer Risiken zu.** Bis Mitte April waren die Preise für Rohöl der Sorte Brent auf über 73 USD gestiegen und lagen damit auf einem Niveau, das zuletzt im November 2014 beobachtet worden war. Hinter der Preisentwicklung stehen zum einen die erneuten geopolitischen Spannungen hinsichtlich der Beziehungen zwischen den USA und dem Iran. Aber auch die erwartete Verlängerung der Vereinbarung zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Produzenten über eine Drosselung der Fördermengen wirkt preistreibend, wengleich im März ein aus dieser Vereinbarung resultierender Produktionsrückgang zum Teil durch eine Ausweitung der Ölförderung in den Vereinigten Staaten ausgeglichen wurde. Die mit den Produktionskürzungen intendierte Wiederherstellung des Gleichgewichts am Ölmarkt ist nahezu erreicht, denn die Lagerbestände entsprechen fast wieder ihrem Fünfjahresdurchschnitt und damit dem der Vereinbarung zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten zugrunde liegenden Referenzwert. Die Ölnachfrage ist im Einklang mit dem globalen Konjunkturzyklus nach wie vor hoch. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl sind seit Anfang März auf US-Dollar-Basis um rund 0,8 % gesunken. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie ein Preisrückgang bei Eisenerz, der auf schwächere Metallimporte Chinas zurückzuführen war, und in geringerem Maße eine Verbilligung

von Nahrungsmitteln aufgrund eines großen Angebots. Die Preise für Aluminium erreichten demgegenüber ein Siebenjahreshoch. Hintergrund hierfür waren die Besorgnis angesichts der protektionistischen Maßnahmen der USA sowie ein Produktionsausfall in Brasilien, der durch einen Unfall mit Umweltschäden bedingt war.

**Der Konjunkturausblick für die Vereinigten Staaten bleibt positiv.** Das reale BIP legte im Schlussquartal 2017 auf Jahresrate hochgerechnet um 2,9 % zu. Trotz der leichten Wachstumsverlangsamung verglichen mit dem vorangegangenen Jahresviertel stiegen sowohl die Konsumausgaben als auch die Unternehmensinvestitionen kräftig an, wenngleich dies teilweise durch negative Beiträge der Vorratsveränderungen und der Nettoexporte kompensiert wurde. Mit Blick auf die nähere Zukunft sollten die Aussichten für die US-Wirtschaft durch die sehr expansive Finanzpolitik, die solide Arbeitsmarktlage und die robuste Auslandsnachfrage begünstigt werden. Der Arbeitsmarkt blieb auch im ersten Quartal des laufenden Jahres angespannt; im März betrug die Arbeitslosenquote unverändert 4,1 %, die Erwerbsbeteiligung stieg auf 63 %, und die Jahreswachstumsrate des durchschnittlichen Stundenlohns lag bei 2,7 %. Im gleichen Monat nahm die am gesamten Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Teuerungsrate auf 2,4 % zu. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Rate zog indessen auf 2,1 % an. Basiseffekte infolge eines Preiseinbruchs bei Mobilfunkdienstleistungen im vergangenen Jahr sorgten dafür, dass sich die Werte gegenüber dem Vorjahr deutlich erhöhten.

**In Japan wurde vor dem Hintergrund eines geringen Lohn- und Preisdrucks ein langsames Wirtschaftswachstum verzeichnet.** Das reale BIP legte im Schlussquartal 2017 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zu, was vor allem der inländischen Nachfrage zu verdanken war. Die schrumpfende Industrieproduktion und der niedrigere Außenbeitrag lassen jedoch im Zusammenwirken mit temporären Faktoren wie etwa ungünstigen Witterungsbedingungen auf eine gedämpftere Konjunkturdynamik im ersten Vierteljahr 2018 schließen. Die Lage am Arbeitsmarkt bleibt angespannt, obschon zuletzt einige Indikatoren auf eine Verbesserung hindeuteten. Allerdings erhöhten sich die Nominallöhne insgesamt abermals nur moderat. Die VPI-Gesamtteuerungsrate sank im Februar binnen Jahresfrist auf 1,1 %. Zugleich blieb der jährliche Anstieg der VPI-Inflation ohne frische Nahrungsmittel und Energie, die von der Bank von Japan bevorzugte Messgröße der Kerninflation, stabil bei 0,5 %.

**Die leichte Verlangsamung des BIP-Wachstums, die im Jahresverlauf 2017 im Vereinigten Königreich zu verzeichnen war, ist zum Großteil mit dem schwachen privaten Verbrauch bei einem zugleich kräftigen Preisauftrieb zu erklären.** Das reale BIP weitete sich im vierten Quartal 2017 um 0,4 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum aus, womit die Zuwachsrate unter der des Vorquartals lag. Der Konsum wurde dabei besonders in Mitleidenschaft gezogen, da die Ausgaben der privaten Haushalte angesichts steigender Preise und eines geringen Lohnwachstums eingeschränkt wurden. Die jüngsten Indikatoren lassen erkennen, dass das BIP in den kommenden Quartalen wahrscheinlich weiterhin schwächer wachsen dürfte als vor dem Referendum über die EU-Mitglied-

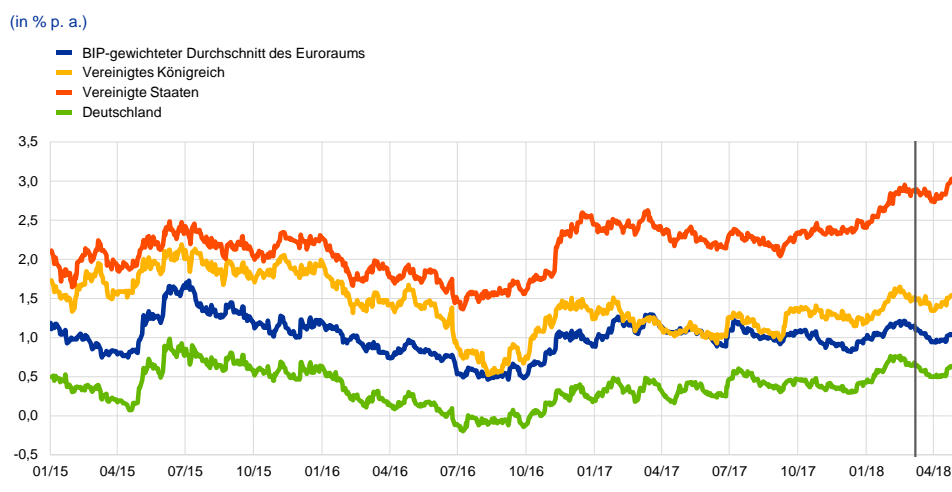
schaft. Dies entspricht auch der von erhöhter Unsicherheit geprägten allgemeinen Lage, vor allem mit Blick auf die Ergebnisse der Verhandlungen mit der Europäischen Union über den EU-Austritt des Landes im März 2019. Unterdessen legte die Inflation 2017 merklich zu und erreichte im letzten Quartal des Jahres mit 3,0 % einen Höchststand. Dies war im Wesentlichen dem Umstand geschuldet, dass die kräftige Abwertung des Pfund Sterling im Gefolge des Referendums auf die Preise durchschlug. Den jüngsten Anzeichen zufolge hat der Preisanstieg inzwischen seinen Höhepunkt überschritten. So ging die jährliche VPI-Inflation nach einem deutlichen Rückgang im März im ersten Jahresviertel 2018 auf 2,7 % zurück.

**Das Wirtschaftswachstum in China bleibt robust.** Im ersten Quartal 2018 stieg das reale BIP, wie schon im Vierteljahr zuvor, im Vorjahrsvergleich um 6,8 %. Getragen wurde das Wachstum von den Konsumausgaben und den Investitionen, während sich der Außenbeitrag ins Negative kehrte. Allerdings fiel die konjunkturelle Dynamik in der Gesamtbetrachtung im ersten Vierteljahr 2018 verhaltener aus als im Schlussquartal 2017. Dies steht im Einklang mit einem Wachstumsmuster, wonach China in den letzten Jahren im ersten Quartal stets schwache Zahlen ausgewiesen hat. Die am VPI gemessene jährliche Teuerungsrate sank im März auf 2,1 % (nach 2,9 % im Februar), da die Preise für Nahrungsmittel und Güter ohne Nahrungsmittel nach dem chinesischen Neujahrsfest nachgaben. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel ging im März ebenfalls zurück, und zwar auf 2,0 % nach 2,5 % im Monat zuvor. Gleichzeitig verlangsamte sich der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise im März auf 3,1 %, da sich die Preissteigerung bei Rohstoffen und Energie weiter abschwächte.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet sind seit Anfang März gesunken** (siehe Abbildung 3). Im Berichtszeitraum vom 8. März bis zum 25. April 2018 verringerte sich die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum um 6 Basispunkte auf 1,03 %. Trotz eines zwischenzeitlichen Rückgangs beläuft sich die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen derzeit unverändert auf 0,63 %. Die anfangs beobachtete rückläufige Entwicklung der Staatsanleiherenditen im Eurogebiet war auf eine – gemessen an den relativ hohen Erwartungen – schwächere Entwicklung der makroökonomischen Daten für den gemeinsamen Währungsraum zurückzuführen sowie auf gewisse internationale Ansteckungseffekte, die von einer Verschärfung der Handelskonflikte und geopolitischen Spannungen herrührten. Im Gegensatz dazu verringerten sich die Renditeabstände portugiesischer, italienischer und spanischer Staatsschuldtitel gegenüber deutschen Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit weiter. Grund hierfür war eine Verbesserung der nationalen makroökonomischen Fundamentaldaten vor dem Hintergrund des anhaltenden Konjunkturaufschwungs. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Renditen von Staatsanleihen auf 1,54 % bzw. 3,03 %.

**Abbildung 3**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Tageswerte. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (8. März 2018). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. April 2018.

**Die Renditeaufschläge auf Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften stiegen im Betrachtungszeitraum leicht an.** Seit Anfang März hat sich der Spread von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber dem risikofreien Satz geringfügig um 10 Basispunkte auf 44 Basispunkte vergrößert. Die Aufschläge auf Anleihen mit einem entsprechenden Rating aus dem Finanzsektor erhöhten sich ebenfalls um rund 10 Basispunkte. Die Ausweitung der Spreads dürfte jedoch nicht auf einen nennenswerten Anstieg des Kreditrisikos zurückzuführen sein, da dieses im Einklang mit der Kräftigung des Wirtschaftswachstums weiterhin gering ist. Außerdem sind die Renditeabstände von Unternehmensanleihen

nach wie vor erheblich (nämlich 60 bis 80 Basispunkte) kleiner als vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im März 2016.

**Die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet legten im Berichtszeitraum gemessen an den marktbreiten Indizes leicht zu, wenngleich eine erhöhte Volatilität zu verzeichnen war.** Die Aktienkurse von Finanzunternehmen und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum stiegen um rund 1 %. Insgesamt profitieren die Aktiennotierungen im Eurogebiet weiterhin davon, dass die Unternehmen – im Einklang mit der breit angelegten Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Euroraum – mit einem robusten Gewinnwachstum rechnen. In den Vereinigten Staaten verbuchten Finanzunternehmen und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Betrachtungszeitraum Kursverluste in Höhe von 3,5 % bzw. 3,7 %. Sowohl im Euroraum als auch in den USA schwankten die Notierungen in Abhängigkeit von Meldungen zur künftigen Entwicklung der globalen Handelspolitik, was zeitweise zu stärkerer Volatilität führte. Allerdings sind die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse auf beiden Seiten des Atlantiks nach wie vor weitgehend unverändert. In annualisierter Rechnung liegen die entsprechenden Raten bei 14,7 % bzw. 17,8 % und damit historisch gesehen auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) notierte im Berichtszeitraum bei durchschnittlich -36,5 Basispunkten.** Die Überschussliquidität ging um etwa 22 Mrd € auf rund 1 864 Mrd € zurück, da die liquiditätsabschöpfende Wirkung eines Anstiegs der autonomen Faktoren (netto) die Liquidität, die über das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) vom Eurosystem bereitgestellt wurde, mehr als aufzehrte.

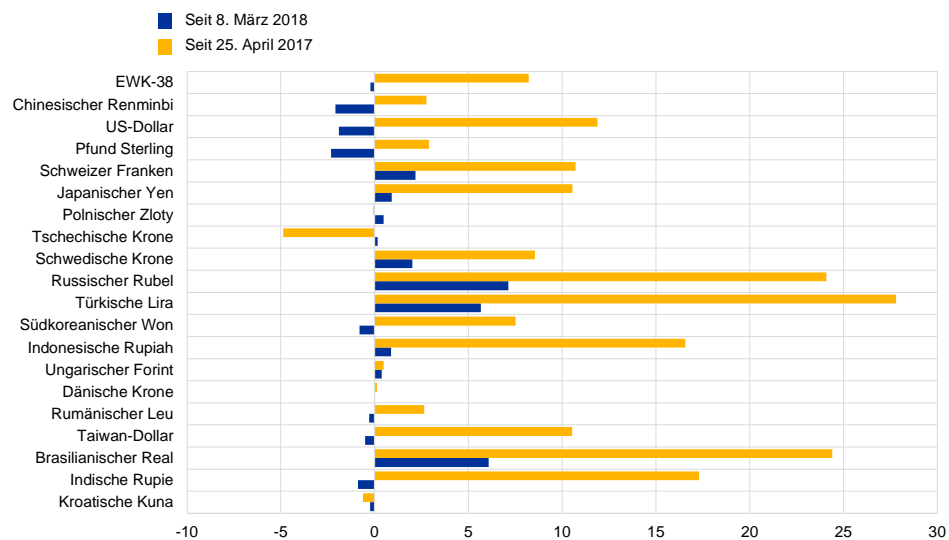
**Die EONIA-Terminzinskurve verlagerte sich im Berichtszeitraum vor allem bei den mittleren Laufzeiten nach unten.** Die Marktstimmung im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs im weiteren Jahresverlauf 2018 blieb unverändert. Bei den weiter reichenden Horizonten korrigierten die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen nach unten. Bei Fälligkeiten vor Dezember 2019 liegt die Kurve nach wie vor unter null.

**An den Devisenmärkten notierte der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend unverändert** (siehe Abbildung 4). Der effektive Wechselkurs des Euro, gemessen gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, gab im Berichtszeitraum um 0,2 % nach. In bilateraler Rechnung verlor die Gemeinschaftswährung zum US-Dollar 1,9 %, zum chinesischen Renminbi 2,1 % und zum Pfund Sterling 2,3 % an Wert. Diese Entwicklungen wurden durch einen Kursanstieg des Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen teilweise ausgeglichen. So machte der Euro in Relation zum japanischen Yen (0,9 %), zum Schweizer Franken (2,2 %) sowie in Relation zu den Währungen einiger Schwellenländer, insbesondere dem russischen Rubel (7,2 %), dem brasilianischen Real (6,1 %) und der türkischen Lira (5,2 %), Boden gut.

## Abbildung 4

### 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. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 20. April 2018.

### 3 Konjunktorentwicklung

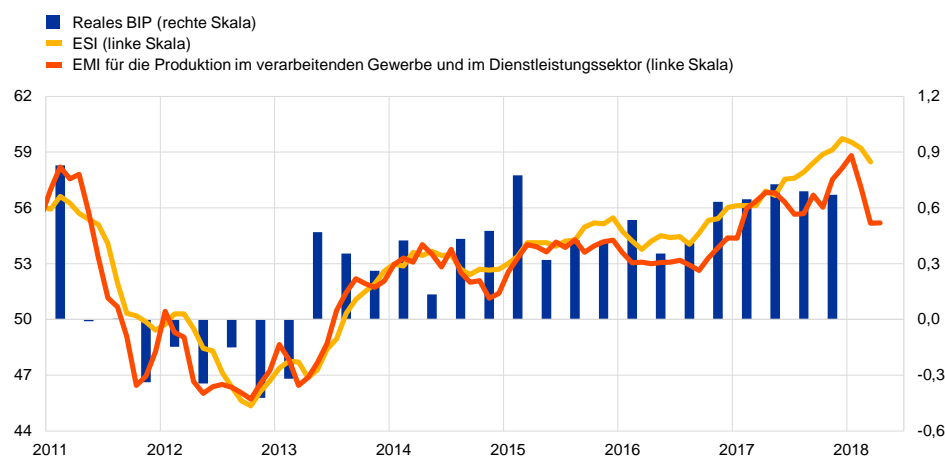
#### Das solide und breit angelegte Wachstum im Euro-Währungsgebiet setzt sich fort, obgleich die neuen Daten für das erste Quartal des laufenden Jahres insgesamt schwächer ausgefallen sind als erwartet.

Das reale BIP erhöhte sich im Schlussquartal 2017 um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem in den beiden Vierteljahren davor ein ähnlicher Zuwachs verbucht worden war (siehe Abbildung 5). Positive Wachstumsbeiträge gingen dabei von der inländischen Nachfrage und dem Außenhandel aus, während die Vorratsveränderungen das BIP-Wachstum im vierten Quartal leicht dämpften. Zwar verzeichnen die Konjunkturindikatoren, insbesondere Umfrageergebnisse, nach wie vor ein sehr hohes Niveau, doch haben sie sich in letzter Zeit abgeschwächt. Dies lässt auf eine leicht nachlassende Wachstumsdynamik im ersten Jahresviertel schließen. Auf Jahressicht wies das BIP im Jahr 2017 mit 2,4 % die höchste Wachstumsrate seit 2007 auf. Die Auswirkungen des zuletzt robusten Wachstums auf die wirtschaftliche Unterauslastung werden in Kasten 3 näher untersucht.

#### Abbildung 5

Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Euroraum

(linke Skala: Diffusionsindex; rechte Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.

Anmerkung: Der ESI ist standardisiert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2017 (reales BIP), März 2018 (ESI) bzw. April 2018 (EMI).

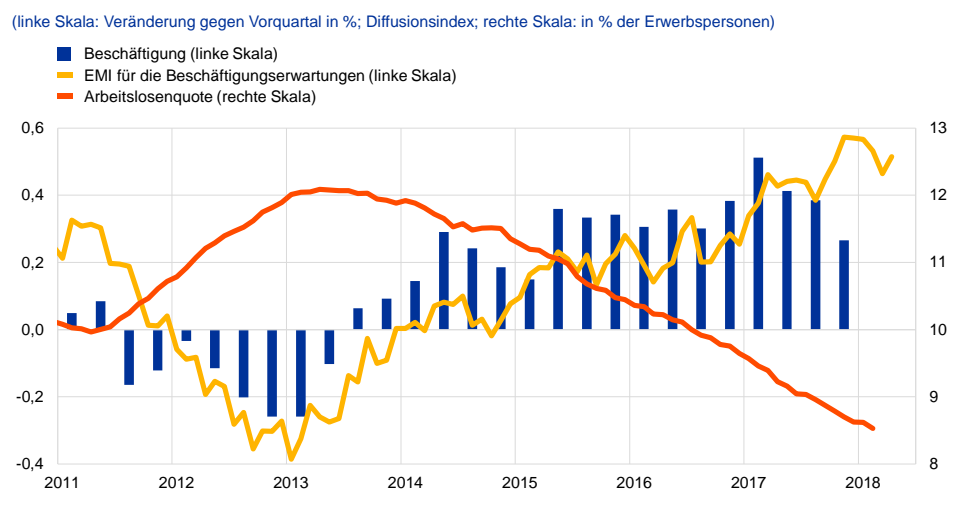
#### Die privaten Konsumausgaben sind weiter gestiegen, wengleich die Wachstumsrate im Vergleich zu den Vorquartalen etwas niedriger ausfiel.

Im Schlussquartal 2017 nahm der private Verbrauch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem der Zuwachs im dritten Vierteljahr etwas höher gewesen war. Diese Abschwächung ist offenbar auf die Wachstumsverlangsamung beim Dienstleistungskonsum zurückzuführen; der Warenkonsum scheint hingegen stärker gestiegen zu sein als im dritten Quartal. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich der private Verbrauch im letzten Jahresviertel 2017 um 1,5 % und damit deutlich weniger stark als im Quartal zuvor, als er noch um 1,9 % zugenommen hatte. Diese Entwicklung steht im Einklang mit dem jährlichen Wachstum des real verfügbaren

Einkommens der privaten Haushalte, das sich im selben Zeitraum leicht von 1,5 % auf 1,4 % verlangsamte. Infolgedessen erhöhte sich die Jahresänderungsrate der Ersparnisse vom dritten zum vierten Quartal deutlich, was zu dem geringeren Anstieg der privaten Konsumausgaben beitrug. Allerdings blieb die Sparquote (ausgedrückt als gleitender Vierquartalsdurchschnitt) im vierten Quartal unverändert auf einem Rekordtief von 11,9 %.

**Die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet verbessert sich weiter und wirkt sich damit stützend auf das Einkommen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte aus.** Die Beschäftigung nahm im Schlussquartal 2017 erneut zu, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Dementsprechend betrug der jährliche Anstieg 1,6 %. Aktuell liegt die Beschäftigung 1,5 % über dem vor der Krise im ersten Vierteljahr 2008 erreichten Höchststand. Die Arbeitslosenquote des Euroraums belief sich im Februar 2018 auf 8,5 % nach 8,6 % im Vormonat und lag damit 3,6 Prozentpunkte unter dem nach der Krise verzeichneten Höchstwert vom April 2013 (siehe Abbildung 6). Dieser 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) ist ebenfalls weiter rückläufig, liegt aber immer noch über ihrem Vorkrisenniveau. Umfrageergebnisse lassen auf eine Fortsetzung des Beschäftigungswachstums in nächster Zeit schließen, und in einigen Ländern und Sektoren mehren sich die Anzeichen für einen Arbeitskräftemangel.

**Abbildung 6**  
Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosigkeit im Euroraum



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2017 (Beschäftigung), April 2018 (EMI) bzw. Februar 2018 (Arbeitslosenquote).



**Von kurzfristiger Volatilität abgesehen dürften die privaten Konsumausgaben weiterhin robuste Zuwachsraten verzeichnen.** Die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen deuten auf eine Fortsetzung des – wenn auch relativ langsamen – Anstiegs der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2018 hin. Das Bild einer anhaltend starken Konsumdynamik wird indes durch weitere Indikatoren gestützt. So lassen die jüngsten Umfrageergebnisse auf eine fort-dauernde Erholung an den Arbeitsmärkten schließen, die sich über Zuwächse bei der Beschäftigung weiterhin positiv auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen und damit auf den privaten Verbrauch auswirken sollte. Darüber hinaus nahm das Reinvermögen der privaten Haushalte im Schlussquartal 2017 abermals kräftig zu, was den privaten Konsum zusätzlich stützt. Diese Faktoren dürften zum Teil erklären, warum das Verbrauchervertrauen nach wie vor in der Nähe seines Allzeit-hochs vom Mai 2000 liegt.

**Nach einem schwachen dritten Jahresviertel zogen die Unternehmensinvestitionen im vierten Quartal 2017 wieder an.** Die jüngste Volatilität beim Investitionswachstum ist vorwiegend technisch bedingt. Hauptgrund für die volatile Entwicklung war die Aufnahme von Daten aus Irland in die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet sowie der damit verbundene Effekt von Investitionen in geistiges Eigentum und des Erwerbs von Flugzeugen im Rahmen von Leasing. Im Schlussquartal erhöhten sich die Investitionen in viertel-jährlicher Betrachtung um 1,2 %, was sowohl auf die Investitionstätigkeit außerhalb des Baugewerbes als auch in geringerem Maße auf die Bauinvestitionen zurück-zuführen war. Verantwortlich für den Zuwachs außerhalb des Baugewerbes in Höhe von 1,5 % wiederum waren vornehmlich Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge. Für das erste Jahresviertel 2018 deuten die Kurzfristindikatoren auf eine Wachs-tumsabschwächung hin. So lagen etwa die monatlichen Angaben zur Investitions-güterproduktion im Januar und Februar 2018 im Schnitt 1,5 % unter dem Durch-schnittswert des vierten Quartals 2017, als ein vierteljährlicher Anstieg von 2,4 % verzeichnet worden war. Allerdings lassen die nach wie vor günstigen Bedingungen im Investitionsgütersektor, wie etwa die zunehmende Kapazitätsauslastung, die steigenden Auftragseingänge, eine größere Zuversicht und eine anziehende Nachfrage, insgesamt auf eine Fortsetzung der Investitionsdynamik schließen. Was die Bauinvestitionen betrifft, so weisen die monatlichen Daten zur Bauproduktion bis Februar auf ein etwas langsames Wachstum im ersten Vierteljahr 2018 als im Schlussquartal 2017 hin. Die Umfrageindikatoren zum Vertrauen im Baugewerbe wie auch die Anzahl der erteilten Baugenehmigungen stehen indes mit einer positiven Wachstumsdynamik zum Jahresbeginn im Einklang. In einigen Ländern mehren sich aber die Anzeichen für Kapazitätsengpässe im Baugewerbe aufgrund eines Arbeitskräftemangels.

**Das robuste Wachstum der Investitionen dürfte sich fortsetzen.** Die Investitions-tätigkeit sollte nach wie vor von den zunehmenden Angebotsbeschränkungen, den günstigen Gewinnerwartungen, der lebhaften Binnen- und Auslandsnachfrage und den akkommodierenden Finanzierungsbedingungen getragen werden. Den Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet zufolge lagen die Gewinnmargen, die sich aus dem Verhältnis des Nettobetriebsüberschusses zur Wertschöpfung errechnen, im vierten Quartal 2017 weiterhin in der Nähe ihres seit Anfang 2009

bestehenden Höchststands. Überdies liegen die Gewinnerwartungen für börsennotierte Unternehmen im Euroraum nach wie vor auf einem hohen Niveau. Zugleich könnten sich Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Einführung von höheren Zöllen bereits negativ auf Investitionsentscheidungen auswirken. Was die Bauinvestitionen betrifft, so weisen die jüngsten Indikatoren auf eine nachlassende, aber immer noch positive Investitionsdynamik im Bau und Wohnungsbau hin. Die Nachfrage im Baugewerbe wird weiterhin durch das steigende verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die sehr günstigen Kreditbedingungen gestützt.

**Die Exporte des Euroraums nahmen im Schlussquartal 2017 weiter zu.** Mit einem Anstieg von 1,9 % gegenüber dem Vorquartal bestätigte die gesamte reale Ausfuhr des Eurogebiets die in der zweiten Jahreshälfte 2017 beobachtete positive Entwicklung. Zurückzuführen war der Anstieg vor allem auf den Beitrag der Warenexporte, insbesondere in Länder außerhalb der EU. Allerdings lassen die monatlichen Daten für das erste Quartal 2018 eine gewisse Verringerung des Exportwachstums erkennen; im Vormonatsvergleich sank die gesamte nominale Warenausfuhr im Januar um 0,7 % und im Februar um 2,0 %, wenngleich der Zuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum nach wie vor robust ausfiel. Die aus Umfragen gewonnenen globalen und euroraumweiten Indikatoren für die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe lassen für das kommende Vierteljahr ebenfalls auf eine verhaltenere Exportentwicklung schließen.

**Die aktuellen Konjunkturindikatoren deuten auf eine leichte Abschwächung des Wirtschaftswachstums seit Jahresbeginn hin.** Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) ging im Januar und Februar zurück. Infolgedessen lag das durchschnittliche Produktionsniveau in diesen Monaten 0,5 % unter dem Stand vom Schlussquartal 2017, als die Produktion gegenüber dem Vorquartal um 1,4 % gestiegen war. Aktuellere Umfrageergebnisse signalisieren, dass sich die Wachstumsdynamik auf kurze Sicht etwas abschwächen wird. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im ersten Vierteljahr 2018 auf durchschnittlich 57,0 Punkte, verglichen mit 57,2 Zählern im vierten Quartal des Vorjahres; im April 2018 lag er dann unverändert gegenüber März bei 55,2 Punkten. Zugleich gab der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) von 114,3 Punkten im Schlussquartal 2017 auf 113,9 Zähler im ersten Jahresviertel 2018 nach (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren – ESI und EMI – liegen weiterhin deutlich über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

**Diese Abschwächung könnte zum Teil auf eine rückläufige Entwicklung des zum Jahresende 2017 verzeichneten kräftigen Wachstums zurückzuführen sein, wenngleich hier auch temporäre Faktoren eine Rolle spielen könnten.** Insgesamt dürfte das Wachstum allerdings robust und breit angelegt bleiben. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die den Prozess des Verschuldungsabbaus erleichtert haben, dürften nach wie vor die Binnennachfrage stützen. Die privaten Konsumausgaben werden vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der wiederum zum Teil vorangegangene Arbeitsmarktreformen widerspiegelt, sowie vom steigenden Vermögen der privaten Haushalte getragen. Bei den Unternehmens-

investitionen ist angesichts der äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen, einer besseren Ertragslage der Unternehmen und einer soliden Nachfrage ein weiterer Anstieg zu verzeichnen. Die Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen verbesserte sich weiterhin. Darüber hinaus verleiht die breit angelegte weltwirtschaftliche Expansion den Ausfuhren des Euroraums Auftrieb. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang April von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Januar für die Jahre 2018 und 2019 nach oben korrigiert wurden. Gleichzeitig wurde die Prognose für 2020 leicht nach unten revidiert.

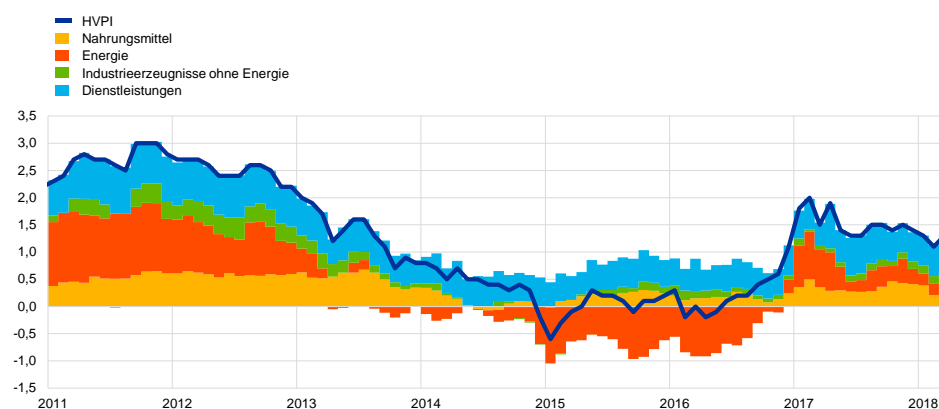
**Die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet sind nach wie vor weitgehend ausgewogen.** Allerdings treten nun Risiken im Zusammenhang mit globalen Faktoren, darunter die Gefahr eines verstärkten Protektionismus, vermehrt in den Vordergrund.

**Die am HVPI gemessene Gesamtinflation lag im März 2018 bei 1,3 % nach 1,1 % im Februar** (siehe Abbildung 7). Dieser Anstieg ist in erster Linie auf eine höhere Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln zurückzuführen. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel betrug im Berichtsmonat 1,0 % und war damit gegenüber Februar unverändert.

### Abbildung 7

#### 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 März 2018.

**Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin allgemein verhalten, was teilweise auf Sonderfaktoren zurückzuführen ist.** Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel lag im März den dritten Monat in Folge bei 1,0 %. Zuvor war eine – zum Teil durch den kräftigen Rückgang der Teuerung bei einer Reihe von Dienstleistungspositionen bedingte – leichte Abschwächung zu verzeichnen gewesen. In den vergangenen Monaten haben sich die Inflationsentwicklungen bei den volatilen Teilkomponenten a) Bekleidung und Schuhe sowie b) Dienstleistungen im Reiseverkehr gegenseitig aufgehoben, sodass die Inflationsrate – wenn diese Teilkomponenten aus dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel herausgerechnet werden – weitgehend stabil geblieben ist. Insgesamt lassen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines nachhaltigen Aufwärtstrends erkennen.

**Der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette weiter abgeschwächt und bleibt insgesamt nach wie vor verhalten.** Der Einfluss der Euro-Aufwertung zeigt sich darin, dass der Preisauftrieb sowohl bei importierten Industrie-Endprodukten ohne Energie – auf die rund 12 % des Endverbrauchs an diesen Produkten entfallen – als auch bei Vorleistungsgütern rückläufig ist. Auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette hingegen kletterte die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 0,4 % im Januar 2018 auf 0,5 % im Februar und damit auf ihren höchsten Stand seit Februar 2013. Auch auf der Verbraucherstufe beschleunigte sich die am HVPI gemessene Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie schrittweise von 0,4 % im November 2017 auf jeweils 0,6 % im Januar und im Februar 2018, bevor sie im März wieder auf 0,2 % sank. Dieser Verlauf spiegelt die hohe Volatilität der jährlichen Preissteigerungsraten bei der Teilkomponente Bekleidung und Schuhe wider, die zum Teil auf veränderte Saisonmuster in den vergangenen Jahren zurückzuführen ist.

**Die aktuellen Daten zum Lohnwachstum deuten auf eine kontinuierliche Aufwärtsentwicklung gegenüber dem Tiefstand im zweiten Quartal 2016 hin.**

Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im vierten Quartal 2017 bei 1,8 % nach 1,6 % im vorangegangenen Jahresviertel, blieb damit aber noch immer unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 2,1 %. In jüngerer Zeit erhöhte sich auch das jährliche Wachstum der Tarifverdienste weiter, und zwar von 1,6 % im Dezember 2017 auf 1,7 % im Januar 2018. Die aktuelle Entwicklung des Lohnwachstums steht zwar im Einklang mit der sich aufhellenden Arbeitsmarktlage, könnte aber nach wie vor durch Faktoren wie die in der Vergangenheit gemessenen niedrigen Teuerungsraten, das schwache Produktivitätswachstum und die anhaltenden Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise durchgeführten Arbeitsmarktreformen belastet werden.

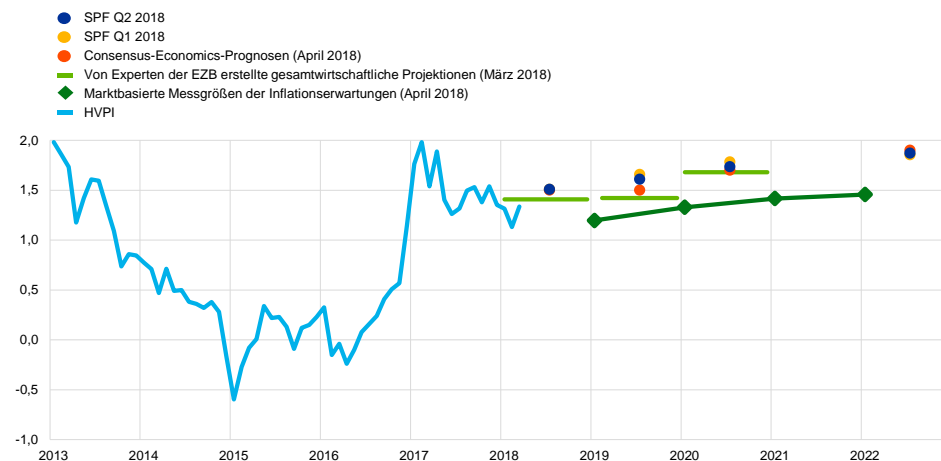
**Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen blieben im Wesentlichen unverändert** (siehe Abbildung 8).

Am 25. April 2018 lag der fünfjährige inflationsindexierte Swapsatz in fünf Jahren bei 1,71 %. Das zukunftsgerichtete Profil der marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen deutet nach wie vor darauf hin, dass sich die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % in kleinen Schritten vollzieht. Diese marktbasierenden Messgrößen lassen weiterhin erkennen, dass sich das Deflationsrisiko immer noch sehr in Grenzen hält. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2018 sind die längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum mit 1,9 % stabil geblieben.

## Abbildung 8

### Marktbasierte und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Thomson Reuters, Consensus Economics, von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis März 2018. Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen werden abgeleitet von inflationsindexierten Nullkupon-Swaps basierend auf dem HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. April 2018.

### Die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet zogen im Schlussquartal 2017 weiter an.

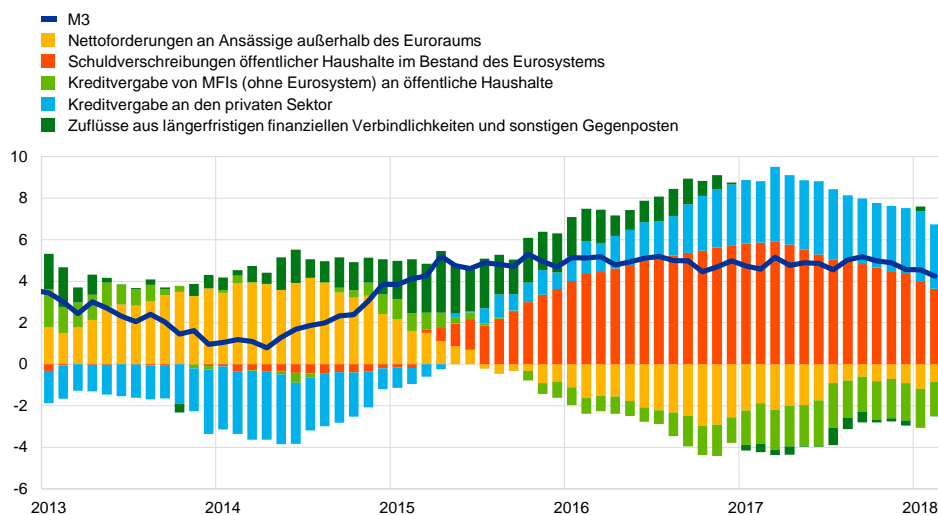
Gemäß dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien sind die Preise für Häuser und Wohnungen im Euroraum im vierten Quartal 2017 gegenüber dem Vorjahr um 4,6 % gestiegen, verglichen mit 4,2 % im vorangegangenen Jahresviertel, was auf eine weitere Verstärkung und Erweiterung des Preiszyklus von Wohnimmobilien hindeutet.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge schwächte sich ab, blieb aber weiter robust.** Die jährliche Zuwachsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 verringerte sich im Februar 2018 auf 4,2 % und unterschritt damit geringfügig die enge Bandbreite, in der sie sich seit Mitte 2015 bewegt hatte (siehe Abbildung 9). Den stärksten Beitrag zum M3-Wachstum leisteten erneut die liquidesten Komponenten: Die eng gefasste Geldmenge M1 entwickelte sich im Februar mit 8,4 % zum Vorjahr weiter dynamisch, wenn auch etwas gemäßigter als noch im Januar (8,8 %). Gestützt wurde das M3-Wachstum dabei abermals durch die geringen Opportunitätskosten für das Halten liquider Einlagen vor dem Hintergrund der sehr niedrigen Zinsen sowie durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB.

**Abbildung 9**  
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Dazu zählen auch die vom Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) gehaltenen Schuldverschreibungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2018.

**Die binnenwirtschaftlichen Gegenposten von M3 blieben der wichtigste Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge** (siehe Abbildung 9). Aufseiten der Gegenposten lässt sich die Abschwächung des jährlichen M3-Wachstums im Februar 2018 mit einem leicht rückläufigen Beitrag der Kredite an den privaten Sektor erklären, der in erster Linie durch eine geringere Vergabe von MFI-Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bedingt war. Außerdem hat sich der Beitrag der Wertpapierankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) durch die Reduzierung der monatlichen Nettoankäufe des Eurosystems von 60 Mrd € auf 30 Mrd € im Januar 2018 verringert. Der Erwerb von Staatsschuldverschreibungen durch das Eurosystem (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 9), der vor allem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erfolgte, wirkte sich weiterhin

positiv auf das M3-Wachstum aus. 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 9). Hierzu zählen sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die Bestände der MFIs an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen der Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des CSPP nieder. Auch der anhaltende Rückgang der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) der MFIs (in Abbildung 9 gemeinsam mit den sonstigen Gegenposten in den dunkelgrünen Balkenabschnitten enthalten) leistete erneut einen positiven Beitrag zum M3-Wachstum. Demgegenüber trug der Verkauf von Staatsanleihen durch gebietsansässige MFIs (ohne Eurosystem) zum negativen Jahreswachstum der Kredite dieser Institute an öffentliche Haushalte bei und dämpfte somit das M3-Wachstum (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 9). Die Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euroraums leisteten ebenfalls erneut einen negativen Wachstumsbeitrag (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 9).

**Die allmähliche Erholung des Kreditwachstums setzt sich fort, wenngleich sich die Wachstumsdynamik der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Februar 2018 etwas abschwächte.**

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) sank im Februar auf 3,0 % (siehe Abbildung 10). Nach Sektoren aufgegliedert ging die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Berichtsmonat auf 3,1 % zurück, verglichen mit 3,4 % im Januar 2018 und 3,1 % im Dezember 2017. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an private Haushalte blieb indessen unverändert bei 2,9 %. Gestützt wurden diese Trends durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die seit Mitte 2014 (vor allem aufgrund 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 erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch ist und die Finanzintermediation belasten dürfte.<sup>2</sup>

---

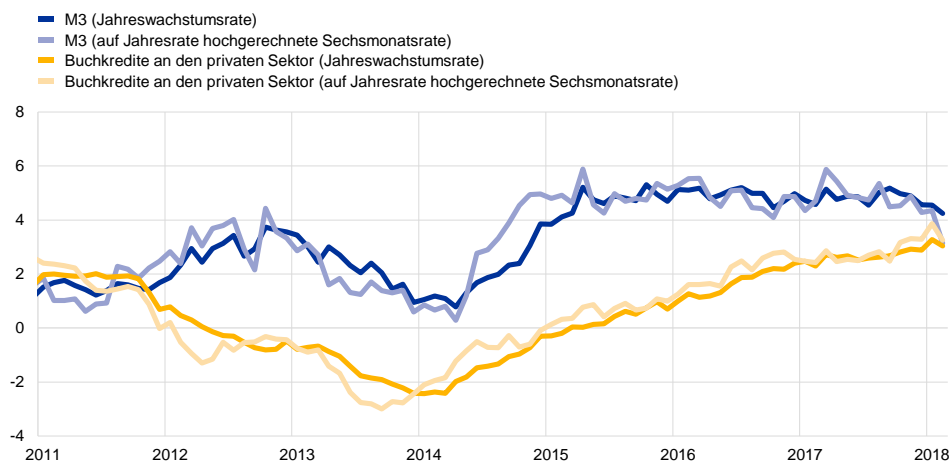
<sup>2</sup> Siehe auch EZB, Financial Stability Review, Kapitel 3, November 2017.



## Abbildung 10

### M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2018.

**Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet vom April 2018 geht hervor, dass das Wachstum der Buchkredite weiterhin von einer steigenden Nachfrage in allen Kreditkategorien sowie von einer erneuten Lockerung der Richtlinien für Buchkredite an Unternehmen und Privathaushalte getragen wurde.** Die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten wurden im ersten Quartal 2018 deutlich weniger restriktiv gestaltet, und auch die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte wurden abermals gelockert. Maßgeblich hierfür waren vor allem die Wettbewerbssituation und eine niedrigere Risikoeinschätzung vor dem Hintergrund unverändert solider Wirtschaftsaussichten. Außerdem hat sich die Kreditnachfrage nach Einschätzung der teilnehmenden Banken in allen Darlehenskategorien per saldo erhöht. Als wichtige Triebfedern dieser Entwicklung wurden gestiegene Anlageinvestitionen, Fusions- und Übernahmeaktivitäten, das niedrige allgemeine Zinsniveau, das Vertrauen der Verbraucher und – in geringerem Maße – die günstigen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt genannt. Das erweiterte APP der EZB hat zu einer Lockerung der Kreditbedingungen in sämtlichen Kreditkategorien geführt. Dabei fiel der lockernde Effekt bei den Kreditbedingungen unter dem Strich stärker aus als bei den Kreditrichtlinien. Die Banken im Euroraum berichteten, dass das APP zu einer Verbesserung ihrer Liquiditätslage und der Finanzierungsbedingungen am Markt beigetragen, zugleich aber über eine Verengung der Nettozinsmargen ihre Ertragskraft geschmälert habe. Sie gaben an, die im Rahmen des APP erhaltene Liquidität vorrangig für die Gewährung von Krediten verwendet zu haben. Ferner wirke sich der negative EZB-Zinssatz für die Einlagefazilität zwar begünstigend auf das Kreditvolumen aus, belaste aber gleichzeitig den Nettozinsertrag.

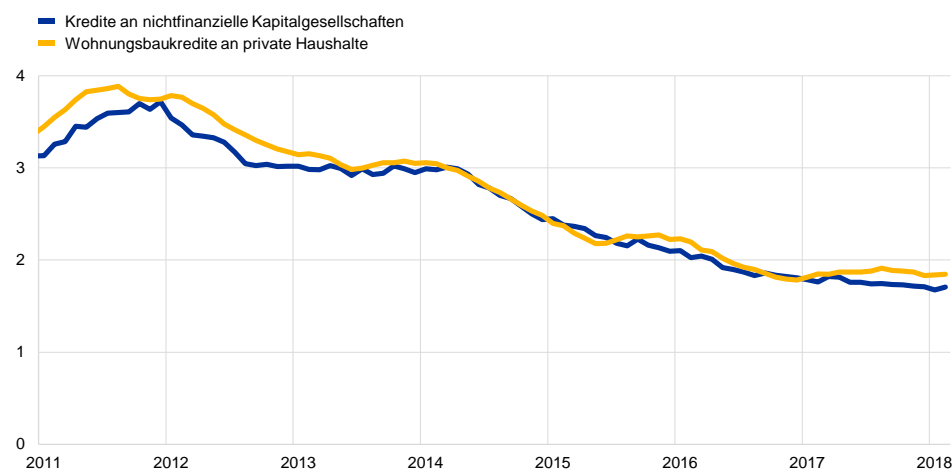
### Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte verharrten in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich im Februar geringfügig auf 1,71 %, nachdem sie im Januar 2018 auf einen historischen Tiefstand gesunken waren. Die gewichteten Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte hatten indes bereits im Dezember 2016 eine historische Talsohle von 1,78 % erreicht und blieben im Berichtsmonat mit 1,84 % unverändert (siehe Abbildung 11). Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. In der Zeit von Mai 2014 bis Februar 2018 sanken sie insgesamt um 123 bzw. 107 Basispunkte. In den Euro-Ländern, die am stärksten von der Finanzkrise betroffen waren, verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen besonders deutlich, was auf eine homogenere Transmission der Geldpolitik auf die entsprechenden Bankzinsen in den einzelnen Ländern des Euroraums hindeutet. 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. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass kleine und mittlere Unternehmen insgesamt stärker von den rückläufigen Bankkreditzinsen profitieren als große.

#### Abbildung 11

#### Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2018.

**Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet hat Schätzungen zufolge im ersten Quartal 2018 zugenommen.**

Aus aktuellen Daten der EZB geht hervor, dass die Nettoströme der von nichtfinanziellen Unternehmen begebenen Schuldverschreibungen im Januar und Februar 2018 insgesamt erheblich höher ausfielen als im Schlussquartal 2017. Marktdaten zufolge belebte sich die Emissionstätigkeit im März und April sogar noch weiter. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Unternehmen ist nach wie vor positiv und zog Anfang 2018 sogar gegenüber dem letzten Jahresviertel 2017 an.

**Die Finanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum verteuerte sich im ersten Quartal 2018 etwas, ist aber nach wie vor günstig.**

Die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) sind Schätzungen zufolge im ersten Quartal 2018 geringfügig auf rund 4,6 % gestiegen und waren damit 20 Basispunkte höher als im Dezember 2017. Im April scheinen die nominalen Gesamtfinanzierungskosten etwas gesunken zu sein. Damit liegen sie nun zwar etwa 46 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Juli 2016, aber nach wie vor deutlich unter ihrem Niveau vom Sommer 2014, und stehen weiterhin im Einklang mit dem geldpolitischen Kurs der EZB. Hinter der jüngsten Entwicklung der nominalen Gesamtfinanzierungskosten verbergen sich gestiegene Eigen- wie auch Fremdkapitalkosten (letztere ausgedrückt als gewichteter Durchschnitt der Kosten für Bankkredite und für die marktbasierende Fremdfinanzierung). Für die Verteuerung der Eigenkapitalfinanzierung waren gestiegene Aktienrisikoprämien verantwortlich, während die höheren Kosten der Fremdfinanzierung ausschließlich einer teureren marktbasierenden Fremdfinanzierung geschuldet waren. Der geschätzte leichte Rückgang im April 2018 hängt mit einer gewissen Verringerung der Aktienrisikoprämie gegenüber dem im ersten Quartal 2018 beobachteten Niveau zusammen.

# Kästen

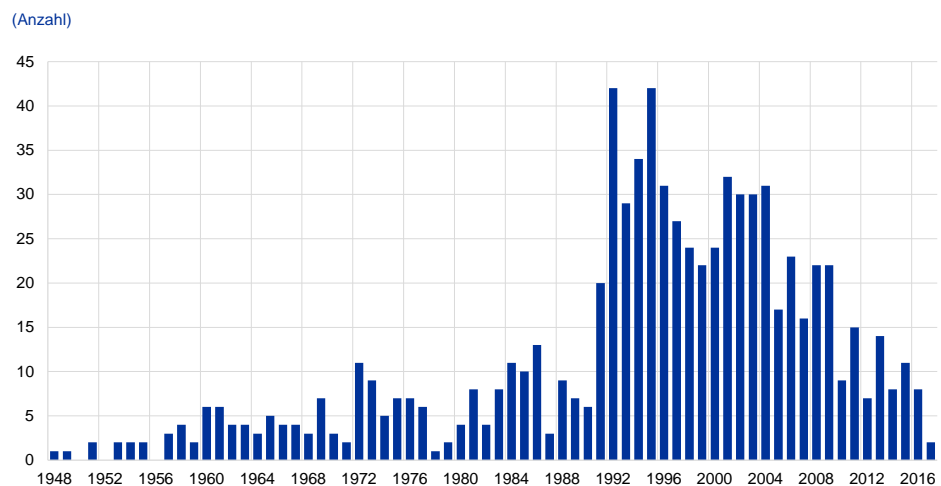
## 1 Weltwirtschaftliche Folgen der zunehmenden Handelsspannungen

Lucia Quaglietti

Die öffentliche Akzeptanz der Globalisierung und das Tempo der Handelsreformen haben sich in den vergangenen zehn Jahren verringert. Vor dem Hintergrund der von der US-Regierung angekündigten neuen Importzölle ist außerdem das Risiko zunehmender Spannungen im Welthandel in den letzten Wochen gestiegen. Im diesem Kasten wird erörtert, welche Auswirkungen diese auf die Weltwirtschaft haben können.

In der Zeit vor der Finanzkrise war der Handel durch eine stark zunehmende Liberalisierung gekennzeichnet. Von 1990 bis 2010 wurden insgesamt über 500 neue Präferenzabkommen unterzeichnet (siehe Abbildung A), d. h. dreimal so viele wie in den beiden Jahrzehnten zuvor. Diese Zunahme, die auch durch den Stillstand der Doha-Runde begünstigt wurde, da Länder auf alternative Formen der Handelsliberalisierung auswichen,<sup>1</sup> führte zu einem deutlichen allgemeinen Rückgang der angewandten Importzölle sowohl in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch in den Schwellenländern (siehe Abbildung B).

**Abbildung A**  
Präferenzabkommen nach Unterzeichnungsjahr

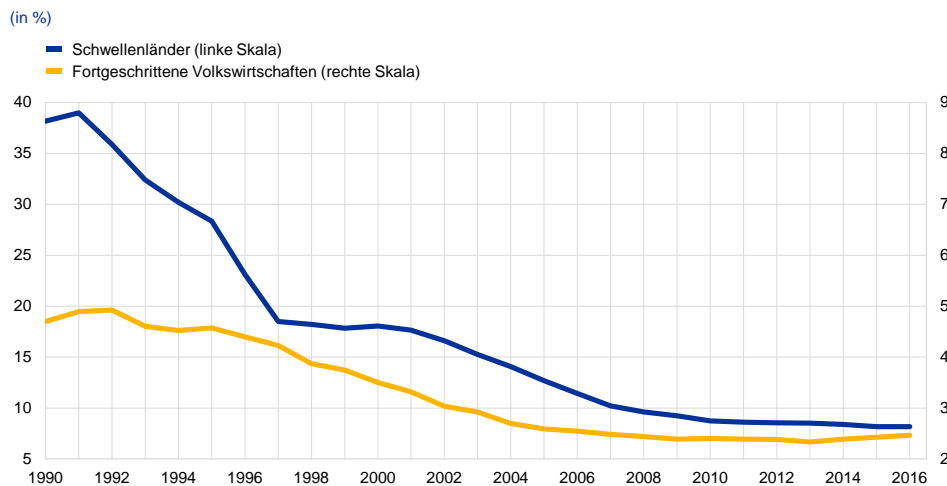


Quelle: Design of Trade Agreements Database.

<sup>1</sup> Siehe zum Beispiel J. Bhagwati und A. Krueger, The Dangerous Drift to Preferential Trade Agreements, American Enterprise Institute, Washington, 1995.

## Abbildung B

### Durchschnittliche Zollsätze in fortgeschrittenen Volkswirtschaften und Schwellenländern



Quelle: Weltbank.

Anmerkung: Es wird das einfache Mittel der gewichteten Zollsätze dargestellt. Dies wird für jedes einzelne Land als ungewichteter Durchschnitt der tatsächlich angewandten Zollsätze auf alle gehandelten Waren, die mit Zöllen belegt sind, berechnet. Die Aggregate basieren auf den 14 größten Ländern der Welt (gemessen am nach Kaufkraftparitäten gewichteten BIP im Jahr 2010).

#### Die zunehmende Handelsoffenheit trug weltweit zu einer Anhebung der

**Lebensstandards bei.** Die Ergebnisse länderübergreifender Studien<sup>2</sup> deuten darauf hin, dass ein Anstieg der Handelsoffenheit um 1 Prozentpunkt das reale Pro-Kopf-Einkommen der Tendenz nach langfristig um 3 % bis 5 % erhöht. In den Jahren nach der Finanzkrise fiel dieser Effekt allerdings geringer aus. Die Einbindung zahlreicher Schwellenländer in den Welthandel, beispielsweise durch die Teilnahme an globalen Wertschöpfungsketten, spielte zudem eine maßgebliche Rolle bei der Eindämmung der Armut.<sup>3</sup>

#### In den letzten Jahren hat sich die Liberalisierung des Handels insgesamt verlangsamt, während politische Maßnahmen zur Beschränkung des Handels zugenommen haben.

Die Zahl der neu unterzeichneten Freihandelsabkommen ist im vergangenen Jahrzehnt deutlich gesunken (siehe Abbildung A), wobei die jüngsten Vereinbarungen allerdings mehr Länder und Wirtschaftssektoren abdecken.<sup>4</sup> Zugleich ist der Rückgang der Importzölle, der in den Jahren vor der Krise zu beobachten war, zum Stillstand gekommen (siehe Abbildung B). Darüber hinaus ist die Zahl neuer, von G-20-Ländern angekündigter diskriminierender Maßnahmen seit 2012 stetig gestiegen (siehe Abbildung C<sup>5</sup>). Dies geht aus Daten der Global Trade Alert Database hervor, die sowohl traditionelle als auch nicht traditionelle Handelsmaßnahmen umfasst. Dabei waren Antidumping-Maßnahmen

<sup>2</sup> Siehe D. Cerdeiro und A. Komaromi, Trade and Income in the Long Run: Are There Really Gains, and Are They Widely Shared?, Working Paper des IWF 17/231, 2017. Die Analyse beruht auf Schätzungen in reduzierter Form und deckt den Zeitraum von 1990 bis 2015 ab.

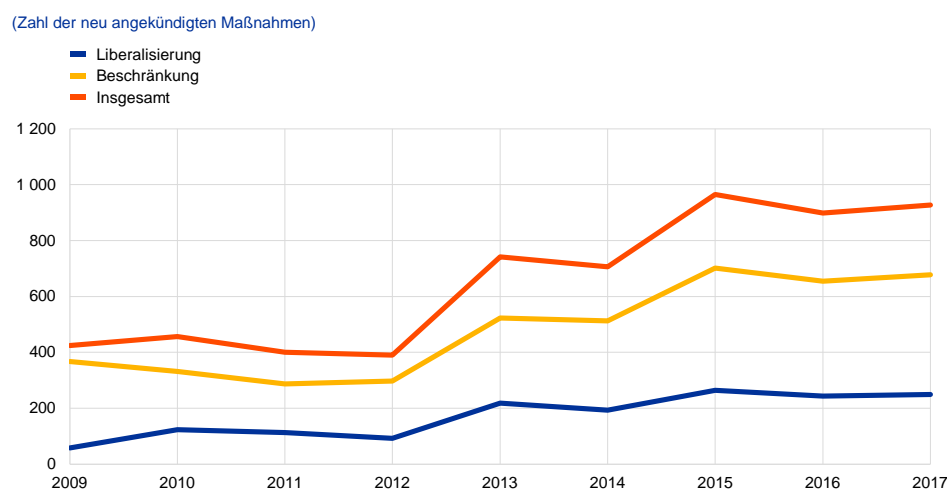
<sup>3</sup> Siehe Weltbank und Welthandelsorganisation, The role of trade in ending poverty, 2015.

<sup>4</sup> Siehe Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2016.

<sup>5</sup> Die Autorin dankt Simon Evenett und Piotr Lukaszuk für die Bereitstellung der in Abbildung C ausgewiesenen Daten.

und Einfuhrzölle mit einem Anteil von zusammen rund 30 % aller im Jahr 2017 eingeleiteten Maßnahmen die beiden am häufigsten eingesetzten Instrumente. Gleichzeitig nahmen nichttarifäre Maßnahmen wie staatliche Kredite an Exportunternehmen stark zu. Außerdem scheint das Importwachstum im Zeitraum von 2012 bis 2015 in Sektoren, die erheblichen diskriminierenden Handelshemmnissen unterworfen waren, deutlicher nachgelassen zu haben als in Sektoren, in denen dies nicht oder nur in geringem Maße der Fall war.<sup>6</sup>

**Abbildung C**  
**Neu angekündigte Handelsmaßnahmen der G-20-Länder**



Quelle: Global Trade Alert Database.  
 Anmerkung: Die Daten wurden um Meldeverzögerungen bereinigt. Stichtag ist jeweils der 31. Dezember eines Jahres.

**Frühere Analysen der EZB deuten darauf hin, dass das Welthandelwachstum in den vergangenen Jahren unter anderem durch das geringere Tempo bei der Durchführung von Handelsreformen beeinträchtigt worden sein könnte.**<sup>7</sup> Im Zeitraum von 2012 bis 2016 stiegen die Importe weltweit um durchschnittlich 3 % pro Jahr an. Dies ist weniger als die Hälfte des Werts, der in den beiden Jahrzehnten davor im Schnitt verzeichnet worden war. In der Wirtschaftsleistung spiegelte sich diese Schwäche indes nicht wider, denn deren Wachstum ging zwar zurück, aber nicht im gleichen Ausmaß wie das der Importe. Nachdem sich der Handel in den Jahren vor der weltweiten Finanzkrise doppelt so stark erhöht hatte wie das globale BIP, sank die Einkommenselastizität ab 2012 auf rund eins.

<sup>6</sup> Siehe Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2016.

<sup>7</sup> Siehe zum Beispiel EZB, [Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#), Occasional Paper Series, Nr. 178, September 2016.

**In den letzten anderthalb Jahren ist es jedoch zu einer konjunkturbedingten Erholung des Welthandels gekommen.** Die globalen Einfuhren stiegen 2017 um gut 5 %. Damit legten sie 1,5 Prozentpunkte stärker zu als im Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2016 und wuchsen erstmals seit drei Jahren wieder schneller als die Wirtschaftsleistung. Der konjunkturelle Aufschwung insbesondere bei den Investitionen scheint zur jüngsten Belebung des Welthandels beigetragen zu haben. Nachdem die globalen Investitionen Anfang 2016 eine sehr tiefe Talsohle durchschritten hatten, weiteten sie sich den letzten Quartalen wieder in ähnlichem Tempo aus wie im Durchschnitt vor der Krise.

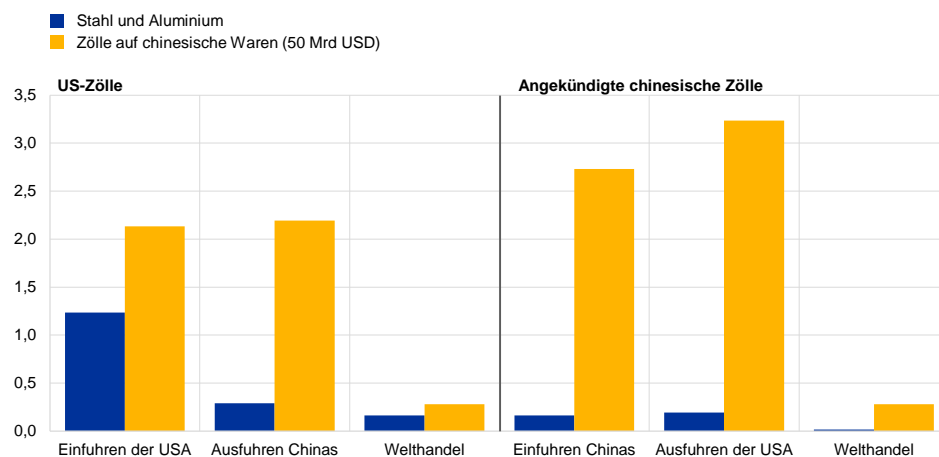
**In den letzten Wochen hat sich das Risiko einer Verschärfung der Handelsspannungen aufgrund der von der US-Regierung angekündigten neuen Importzölle erhöht.** Ende März unterzeichnete US-Präsident Trump einen Erlass zur Verhängung von Einfuhrzöllen in Höhe von 25 % auf Stahl und 10 % auf Aluminium unter Ausnahme bestimmter Volkswirtschaften (darunter auch die EU, allerdings zeitlich befristet). China reagierte mit der Ankündigung einer Ausweitung der Zölle auf US-Importe im Umfang von 3 Mrd USD. Die US-Regierung beschloss zuletzt außerdem, Einfuhrzölle auf chinesische Waren im Wert von 50 Mrd USD zu erhöhen, woraufhin China eine Anhebung der Einfuhrzölle auf US-Produkte in ähnlicher Größenordnung androhte.

**Die angekündigten Importzölle beziehen sich nur auf einen kleinen Teil des US-Handels und des Welthandels und dürften deshalb eher geringe Auswirkungen haben.** Die betroffenen Waren machen lediglich etwa 2 % der US-Importe und chinesischen Exporte sowie weniger als ½ % des Welthandels aus (siehe Abbildung D). Bei isolierter Betrachtung dürften die direkten Effekte somit eher unbedeutend sein. Indes haben sich die Risiken, die mit einer Eskalation der Handelsspannungen und einer weiter reichenden Umkehr der Globalisierung einhergehen würden, eindeutig erhöht. Dies könnte Folgen für Investitionsentscheidungen in der ganzen Welt haben und die Robustheit der globalen Handelsdynamik auf die Probe stellen.

## Abbildung D

### US-Einfuhrzölle und chinesische Vergeltungszölle: Anteile am US-amerikanischen, chinesischen und weltweiten Warenhandel

(in % des gesamten Warenhandels der Vereinigten Staaten, Chinas und der Welt)



Quellen: Daten des US-amerikanischen Census Bureau, Direction of Trade Statistics des IWF und EZB-Berechnungen.

#### Sollten sich die Handelsspannungen erheblich verschärfen, könnte dies die anhaltende Erholung des Welthandels und der globalen Konjunktur gefährden.

Aus Simulationen der EZB geht hervor, dass eine deutliche Zunahme des Protektionismus beträchtliche Auswirkungen auf den globalen Handel und die weltweite Produktion haben könnte. Bei den Berechnungen wurde ein Szenario zugrunde gelegt, das von einer signifikanten Erhöhung der US-Zölle auf Warenimporte aus allen Partnerländern ausgeht, die als Reaktion darauf symmetrische Vergeltungszölle erheben. In diesem Szenario ergäben sich deutlich negative Auswirkungen für die Weltwirtschaft, und es wäre ein Rückgang des globalen Handels und der Wirtschaftsleistung in Relation zur Basislinie denkbar. Dies könnte für die Vereinigten Staaten besonders gravierende Folgen haben.<sup>8</sup> Die genauen Auswirkungen auf die einzelnen Länder würden in erster Linie von ihrer Größe, vom Offenheitsgrad und der Intensität ihres Handels mit dem zollerhebenden Land abhängen. Grundsätzlich sind bei Ländern, die die engsten Handelsbeziehungen zu dem zollerhebenden Land unterhalten, die stärksten Beeinträchtigungen zu erwarten, und eine Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten könnte diesen Effekt zusätzlich verschärfen. Profitieren würden lediglich einige wenige offene Volkswirtschaften mit geringen Beziehungen zum zollverhängenden Staat, da sich ihre Wettbewerbsfähigkeit auf Drittmärkten durch handelsumlenkende Effekte verbessern würde.

<sup>8</sup> Die Simulationen basieren auf einer Reihe von Annahmen. Unter anderem wird unterstellt, dass der Handelskonflikt nur zwei Jahre andauert und die durch die zusätzlichen Zölle generierten Staatseinnahmen zur Defizitrückführung und nicht zur Stützung der Nachfrage verwendet werden. Außerdem wird für alle Länder eine endogene Reaktion der Geldpolitik und der Wechselkurse angenommen.



**Eine Eskalation der Handelsspannungen könnte sich über verschiedene Kanäle auswirken.**

Im Falle einer allgemeinen weltweiten Zunahme von Einfuhrzöllen könnten durch die höheren Importpreise die Produktionskosten der Unternehmen steigen und die Kaufkraft der privaten Haushalte sinken, vor allem wenn sich die eingeführten Waren nicht problemlos durch im Inland produzierte Güter substituieren lassen. Dies könnte den Konsum, die Investitionen und die Beschäftigung beeinträchtigen. Außerdem würde eine Verschärfung der Handelsspannungen die wirtschaftliche Unsicherheit verstärken, was zur Folge hätte, dass Verbraucher ihre Kaufentscheidungen und Unternehmen ihre Investitionsvorhaben aufschieben.<sup>9</sup> Finanzanleger könnten ihre Aktienportfolios abbauen, ihr Kreditangebot verringern und höhere Risikoprämien verlangen. Darüber hinaus könnte sich eine gestiegene Unsicherheit über enge finanzielle Verflechtungen großflächiger ausbreiten und die Volatilität an den globalen Finanzmärkten erhöhen. Längerfristig bestünde das Risiko, dass protektionistischere Tendenzen auch das Produktivitätswachstum behindern und somit das Potenzialwachstum bremsen.

---

<sup>9</sup> Siehe zum Beispiel N. Bloom, The impact of uncertainty shocks, in: *Econometrica*, Bd. 77(3), 2009, S. 623-685.

## Bestimmungsfaktoren der jüngsten Verbesserung der Auslandsposition des Euro-Währungsgebiets

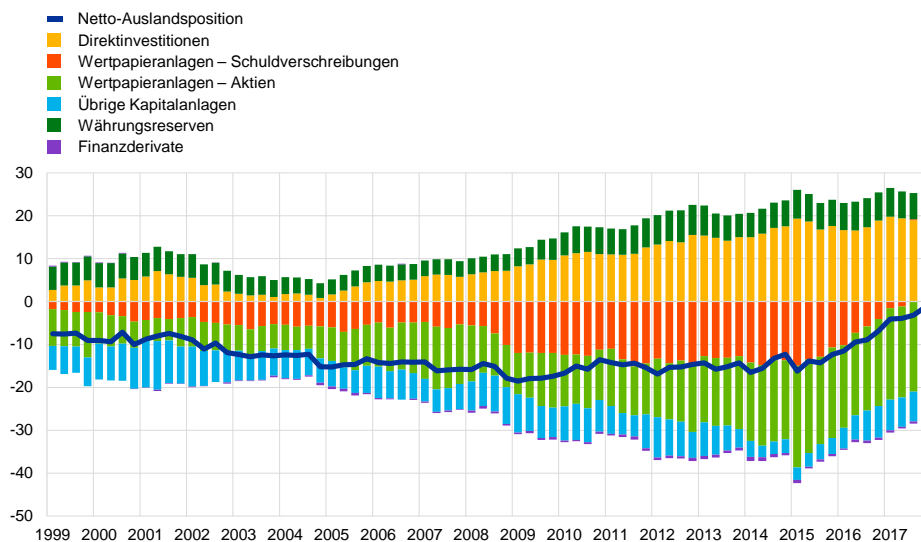
Michael Fidora und Martin Schmitz

**Die Auslandsposition des Eurogebiets hat sich 2017 weiter positiv entwickelt** (siehe Abbildung A). Zum Jahresende 2017 wies sie mit Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 1,3 % des Euroraum-BIP das bislang beste Ergebnis auf. Dahinter verbirgt sich eine deutliche Verbesserung um 15 Prozentpunkte des BIP seit dem ersten Quartal 2015, die hauptsächlich auf eine Verringerung der Nettoverbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen zurückzuführen ist. Bevor diese Entwicklung einsetzte, hatte sich die Netto-Auslandsposition mehr als ein Jahrzehnt lang stets um einen Wert von -15 % des BIP bewegt. Seit 1999 war das Euro-Währungsgebiet Nettogläubiger in Bezug auf Direktinvestitionen und Währungsreserven sowie Nettoschuldner in Bezug auf Wertpapieranlagen in Aktien, übrige Kapitalanlagen und Finanzderivate. Darüber hinaus wies es bis 2015 Nettoverbindlichkeiten bei den Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen auf. Dieser negative Saldo (-15 % des BIP im ersten Quartal 2015) hat sich mittlerweile umgekehrt, sodass Ende 2017 Nettoforderungen in Höhe von 2 % des BIP zu Buche standen.

### Abbildung A

#### Hauptkomponenten der Netto-Auslandsposition des Euroraums

(Bestand am Ende des Berichtszeitraums in % der gleitenden Vierquartalsumme des BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2017.

**Ausschlaggebend für die jüngste Verbesserung der Netto-Auslandsposition des Eurogebiets waren der – sich auch im Leistungsbilanzüberschuss widerspiegelnde – Saldo der Finanztransaktionen sowie die Entwicklung der Vermögenspreise** (siehe Abbildung B). Die Veränderung der Netto-Auslands-

position ergibt sich im Einzelnen aus dem Saldo der Finanztransaktionen (der zu einem großen Teil der Entwicklung der Leistungsbilanz entspricht), Bewertungseffekten aufgrund von Wechselkursänderungen und sonstigen Preisänderungen von Vermögenswerten sowie aus anderen Anpassungen.<sup>10</sup> Ab dem ersten Quartal 2015 trug der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums rund 10 Prozentpunkte des BIP zur Verringerung der Netto-Auslandsverbindlichkeiten bei. In der Kapitalbilanz zeigt sich dies im Wesentlichen in Kapitalabflüssen bei Schuldverschreibungen, die auch im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) standen. Zugleich leisteten die Vermögenspreise (ohne Wechselkurseffekte) einen Beitrag von rund 9 Prozentpunkten des BIP zur Reduzierung der Netto-Auslandsverbindlichkeiten. Hierin spiegelt sich die Entwicklung von Anlagen des Euroraums im Ausland im Vergleich zu den von Gebietsfremden im Euroraum getätigten Investitionen wider. Ab dem ersten Quartal 2015 wirkten sich Bewertungsgewinne per saldo positiv auf die Auslandsposition des Eurogebiets aus. Zwei Drittel dieser Bewertungsgewinne waren auf Wertpapieranlagen in Aktien zurückzuführen, da die Investitionen des Eurogebiets an den internationalen Aktienmärkten einen höheren Wertzuwachs verzeichneten als die Aktienanlagen ausländischer Anleger im Euroraum. Das verbleibende Drittel entfiel auf die Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen. Diese die Entwicklung der Netto-Auslandsposition des Eurogebiets stützenden Faktoren wurden nur teilweise durch Nettobewertungsverluste aufgezehrt; Letztere ergaben sich aus Wechselkursänderungen (rund 4 Prozentpunkte des BIP), da der Euro im betrachteten Zeitraum in nominaler effektiver Rechnung um 9 % aufwertete.<sup>11</sup>

---

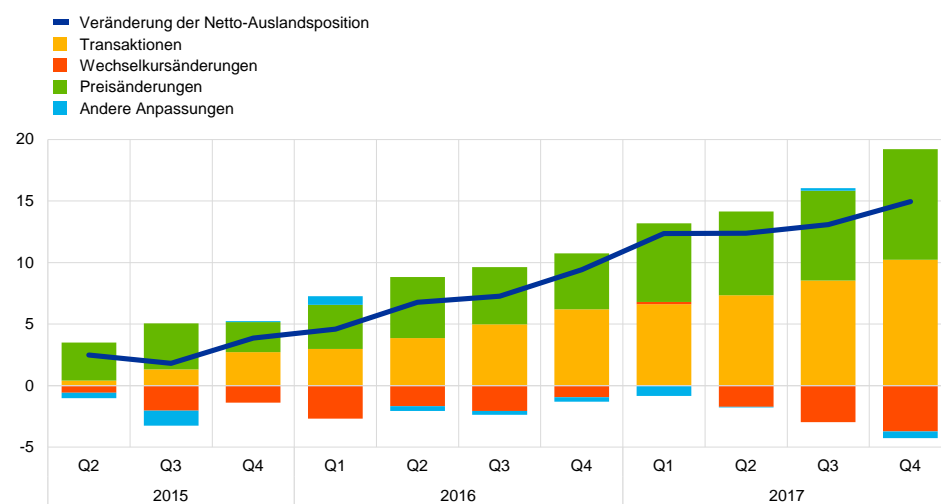
<sup>10</sup> Zu den anderen Anpassungen zählen beispielsweise Neuklassifizierungen, Abschreibungen, „Brüche“ aufgrund von Änderungen der Datenquellen und Methoden sowie Unternehmenssitzverlagerungen.

<sup>11</sup> In der Regel weist die Netto-Auslandsposition des Euro-Währungsgebiets bei einer Abwertung des Euro Bewertungsgewinne (und bei einer Aufwertung der Gemeinschaftswährung Bewertungsverluste) auf. Dies hängt damit zusammen, dass die Auslandsforderungen des Eurogebiets überwiegend auf Fremdwährungen lauten, während die Verbindlichkeiten des Euroraums gegenüber dem Ausland größtenteils in Euro bestehen.

## Abbildung B

### Aufschlüsselung der Veränderung der Netto-Auslandsposition des Euroraums seit dem ersten Quartal 2015

(kumulierter Bestand in % des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Zu den anderen Anpassungen zählen beispielsweise Neuklassifizierungen, Abschreibungen, „Brüche“ aufgrund von Änderungen der Datenquellen und Methoden sowie Unternehmenssitzverlagerungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2017.

**Was die Finanzinstrumente betrifft, so war die Verbesserung der Netto-Auslandsposition des Eurogebiets vor allem auf die Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen zurückzuführen, bei denen Nettoforderungen statt wie bislang Nettoverbindlichkeiten bestehen.** Wiesen die Investitionen in Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2015 per saldo noch Verbindlichkeiten in Höhe von 15 % des BIP auf, so waren zum Jahresende 2017 Nettoforderungen in Höhe von 2 % des BIP zu verzeichnen. Die übrigen Komponenten der Auslandsposition schwankten im gleichen Zeitraum weitaus weniger stark; die Nettoverbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen in Aktien verringerten sich um 3 Prozentpunkte des BIP, und die Nettoverbindlichkeiten aus übrigen Kapitalanlagen erhöhten sich um 4 Prozentpunkte des BIP.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Die einzelnen Veränderungen bei Direktinvestitionen, Finanzderivaten und Währungsreserven beliefen sich im genannten Zeitraum per saldo auf 1 Prozentpunkt des BIP oder lagen sogar darunter.

**Die bei den Investitionen in Schuldverschreibungen verzeichnete Umkehr des Saldos in eine Netto-Forderungsposition resultierte sowohl aus einer Verringerung der Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden als auch – wengleich in geringerem Umfang – aus einer Erhöhung der Bestände Gebietsansässiger an ausländischen Schuldverschreibungen** (siehe Abbildung C). Insbesondere ging der Bestand der von Gebietsfremden gehaltenen Schuldverschreibungen des Eurogebiets von 55 % des Euroraum-BIP im ersten Quartal 2015 auf 42 % des BIP Ende 2017 zurück. Gleichzeitig stiegen die Bestände Gebietsansässiger an ausländischen Schuldverschreibungen von 40 % des BIP auf 44 % des BIP an.<sup>13</sup> Sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite waren für diese Entwicklung fast ausschließlich langfristige Schuldverschreibungen verantwortlich, d. h. jene mit einer Ursprungslaufzeit von über einem Jahr.

**Gebietsfremde Anleger bauten ihre Bestände an Schuldverschreibungen des Euroraums auf breiter Basis sektorübergreifend ab, wobei von Euro-Ländern emittierte Staatsanleihen am stärksten betroffen waren.** Diese Verringerung gegenüber dem ersten Quartal 2015 um nahezu 8 Prozentpunkte des Euroraum-BIP war weitgehend auf die Nettoverkäufe von Staatsanleihen der Euro-Länder durch Gebietsfremde – auch im Rahmen des PSPP – zurückzuführen.<sup>14</sup> Angesichts des verglichen mit anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften niedrigen Zinsniveaus im Euro-Währungsgebiet reduzierten Gebietsfremde auch ihre Bestände an von MFIs im Euroraum sowie von anderen Sektoren begebenen Schuldverschreibungen, und zwar um 3 Prozentpunkte des BIP bzw. mehr als 2 Prozentpunkte des BIP.<sup>15</sup> Die Zunahme der Wertpapieranlagen gebietsansässiger Anleger in von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets emittierten Schuldverschreibungen war gänzlich den gebietsansässigen „sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften“ – also Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen – zuzuschreiben, wobei der Großteil dieses Anstiegs (nämlich 65 %) auf von Staaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebene Wertpapiere entfiel.

<sup>13</sup> Eine Betrachtung der nominalen Beträge in Milliarden Euro zeigt, dass die relativen Beiträge der Aktiva und Passiva zum Rückgang der Netto-Auslandsverbindlichkeiten weniger stark divergieren. Werden sie hingegen ins Verhältnis zum BIP gesetzt, so führen BIP-Wachstumseffekte dazu, dass Bestandserhöhungen (wie sie sich auf der Aktivseite zeigen) an Wirkungskraft einbüßen und (die auf der Passivseite beobachteten) Bestandsverringerungen in ihrer Wirkung verstärkt werden.

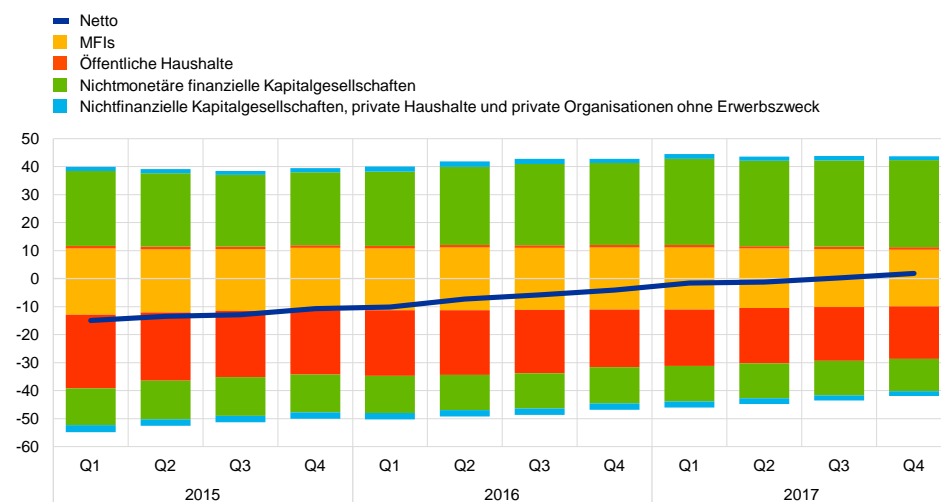
<sup>14</sup> Siehe EZB, Welche Sektoren veräußerten die vom Eurosystem angekauften Staatsschuldverschreibungen?, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

<sup>15</sup> Siehe EZB, Analyse der Nettokapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet im Bereich der Wertpapieranlagen, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

## Abbildung C

### Aufschlüsselung der Wertpapieranlagen Gebietsansässiger in Schuldverschreibungen nach heimischen Sektoren

(Bestand am Ende des Berichtszeitraums in % der gleitenden Vierquartalsumme des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Negative (positive) Zahlen beziehen sich auf Verbindlichkeiten (Forderungen) des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2017.

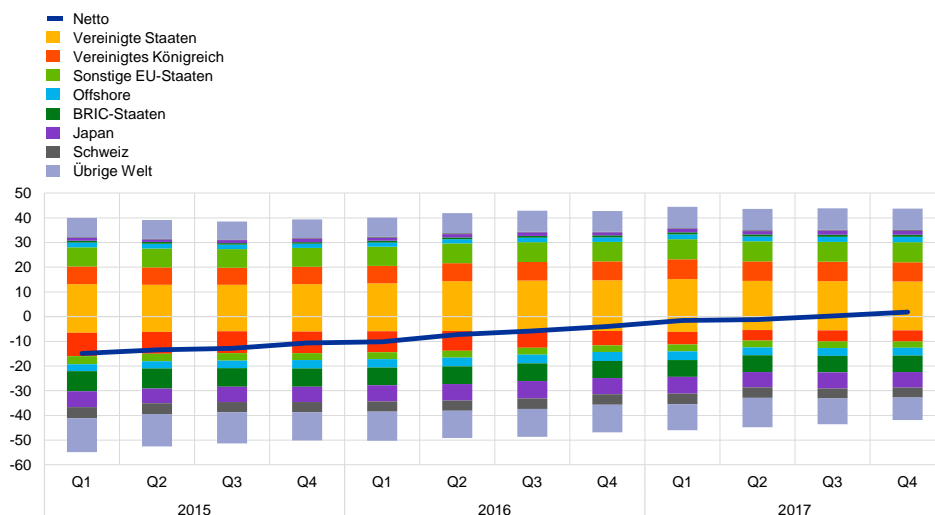
**Seit dem ersten Quartal 2015 wird der größte Teil der ausländischen Bestände an Schuldverschreibungen des Eurogebiets nicht mehr von Anlegern aus dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten sondern von japanischen Investoren gehalten** (siehe Abbildung D). Der Bestand Japans an Schuldtiteln des Euroraums war Ende 2017 mit 6 % des Euroraum-BIP ebenso hoch wie im ersten Quartal 2015, doch im gleichen Zeitraum verringerten andere ausländische Anleger ihre entsprechenden Bestände – vor allem im Vereinigten Königreich (im Umfang von 5 Prozentpunkten des BIP), gefolgt von Investoren aus den BRIC-Staaten (2 Prozentpunkte des BIP) und den Vereinigten Staaten (1 Prozentpunkt des BIP).<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Bei den BRIC-Staaten handelt es sich um Brasilien, Russland, Indien und China.

## Abbildung D

### Aufschlüsselung der Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen nach geografischer Herkunft der Geschäftspartner

(Bestand am Ende des Berichtszeitraums in % der gleitenden Vierquartalsumme des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Negative (positive) Zahlen beziehen sich auf Verbindlichkeiten (Forderungen) des Euroraums. Bei den BRIC-Staaten handelt es sich um Brasilien, Russland, Indien und China. In der Kategorie „übrige Welt“ werden alle anderen Länder sowie noch keiner anderen Gruppe zugeordnete Positionen erfasst. Die Angaben zu Verbindlichkeiten beruhen auf EZB-Schätzungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2017.

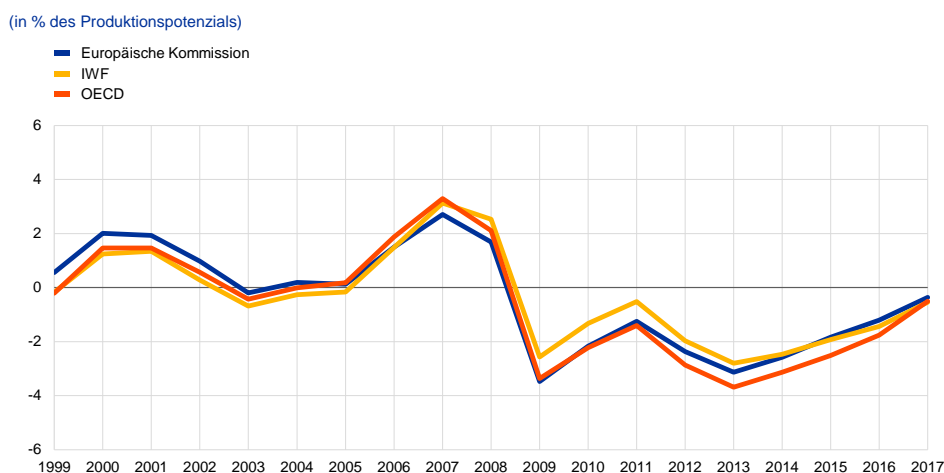
**Was die Bestände gebietsansässiger Anleger an ausländischen Schuldverschreibungen betrifft, so verzeichneten Wertpapiere von Emittenten aus den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan den stärksten Anstieg.** Die Investitionen von Ansässigen des Euroraums in ausländischen Schuldverschreibungen flossen somit nach wie vor in erster Linie in die Vereinigten Staaten (14 % des Euroraum-BIP) und an zweiter Stelle in das Vereinigte Königreich (8 % des BIP). Die Bestände gebietsansässiger Anleger an Schuldverschreibungen, die von anderen EU-Staaten außerhalb des Euroraums (ohne Vereinigtes Königreich) begeben wurden, beliefen sich Ende 2017 zusammengenommen auf 8 % des BIP.

### 3 Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung im Euro-Währungsgebiet

Béla Szörfi und Máté Tóth

**Der vorliegende Kasten beleuchtet die bei der Messung der wirtschaftlichen Unterauslastung im Euroraum auftretenden Schwierigkeiten sowie die hohe Unsicherheit, mit der entsprechende Schätzungen behaftet sind.** Die aktuellen Schätzungen des Produktionspotenzials legen zwar einen Rückgang der Unterauslastung nahe (siehe Abbildung A), doch mehrere Faktoren deuten darauf hin, dass der Umfang der noch ungenutzten Kapazitäten dabei zu niedrig geschätzt wird. So sind beispielsweise die Inflation und der Lohndruck nach wie vor gedämpft. Das Arbeitskräfteangebot, die Erwerbsbeteiligung und die Produktivität sind zudem gestiegen, was möglicherweise für eine nicht vollständig berücksichtigte Steigerung des Produktionspotenzials spricht. Und schließlich könnte auch das erhöhte Niveau der weit gefassten Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt darauf hinweisen, dass mehr Ressourcen am Arbeitsmarkt ungenutzt blieben, als aus der Gesamtarbeitslosenquote ersichtlich ist.<sup>17</sup> Im Gegensatz dazu zeigen die umfragebasierten Indikatoren eine historisch hohe Kapazitätsauslastung und einen Mangel an Arbeitskräften an und signalisieren somit eine sich anspannende Lage am Arbeitsmarkt im Eurogebiet.

**Abbildung A**  
Schätzungen internationaler Institutionen zur Produktionslücke im Euroraum



Quellen: Europäische Kommission, Herbstprognose 2017; IWF, World Economic Outlook, April 2018; OECD, Wirtschaftsausblick, November 2017.

<sup>17</sup> Siehe EZB, Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017, und EZB, Drei Indikatoren zur Ergänzung der Standarddefinition von Beschäftigung und Arbeitslosigkeit, Kasten 7, Monatsbericht Juni 2013.



**Insbesondere lässt sich ein Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Unterauslastung und dem Konzept der Produktionslücke herstellen.** Die Produktionslücke ist definiert als die in Prozent des Produktionspotenzials ausgedrückte Differenz zwischen dem (beobachtbaren) realen BIP und dem (nicht beobachtbaren) Produktionspotenzial, welches wiederum den zugrunde liegenden Trend des realen BIP, d. h. das ohne steigenden Inflationsdruck erreichbare Produktionsniveau, darstellt. Hierbei ist zu beachten, dass die Entwicklung der Teuerung nicht allein von der Produktionslücke, sondern auch von anderen Faktoren beeinflusst wird, wie etwa Kostenschocks (z. B. Ölpreisschwankungen), der Bildung von Inflationserwartungen, Veränderungen der Preissetzungsmacht von Unternehmen oder – auf mittlere bis lange Sicht – monetären Entwicklungen. Liegt nach dieser Definition das reale BIP unterhalb des Produktionspotenzials, so ergibt sich eine negative Produktionslücke. Dies bedeutet, dass in einer Volkswirtschaft nicht alle Kapazitäten genutzt werden und dass ceteris paribus der Inflationsdruck eher verhalten sein dürfte. Übersteigt hingegen das reale BIP das Potenzialwachstum, ist die Produktionslücke positiv und die Wahrscheinlichkeit, dass sich Inflationsdruck aufbaut, höher. Die wirtschaftliche Unterauslastung und die Produktionslücke können als weitgehend äquivalent angesehen werden. Zu bedenken ist hierbei jedoch, dass Letztere oft als aggregiertes Konzept verstanden wird, während die Unterauslastung in einigen Märkten (z. B. dem Arbeitsmarkt), Sektoren oder Regionen trotz bereits geschlossener oder positiver Produktionslücke fortbestehen kann.

**Da das Produktionspotenzial und somit auch die Produktionslücke nicht beobachtbar sind, lassen sie sich lediglich schätzen, was mit einer gewissen Unsicherheit behaftet ist.** Die Produktionslücke muss mithilfe statistischer oder ökonomischer Modelle aus beobachtbaren Daten abgeleitet werden. Die Auswahl eines bestimmten Modells ist in jedem Fall eine Ermessensentscheidung und stellt somit eine Unsicherheitskomponente dar. Da Modelle die Wirklichkeit vereinfacht abbilden, können sie nicht alle Daten verarbeiten, welche für die Schätzung der Produktionslücke möglicherweise relevant sind. Zudem sind diese Modelle in der Regel stochastischer Natur, weshalb sich eine gewisse inhärente Unsicherheit aus den Merkmalen der Schocks ergibt, die in den Modellen zugrunde gelegt werden. Die Unsicherheit ist auch durch die Parameter dieser Modelle bedingt, die sich nur unter Inkaufnahme von Ungenauigkeit schätzen lassen. Darüber hinaus können sich gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge – wie der Verlauf der Phillips-Kurve oder die Reaktion der Beschäftigung auf die Konjunktur – im Zeitverlauf ändern. Zu berücksichtigen ist ferner der Revisionsbedarf der in den Modellen verwendeten (historischen und projizierten) Daten. Insgesamt ist also festzuhalten, dass aufgrund der unterschiedlichen und potenziell miteinander zusammenhängenden Arten von Unsicherheit jede Punktschätzung der Produktionslücke mit einem erheblichen Maß an Vorsicht interpretiert werden sollte.

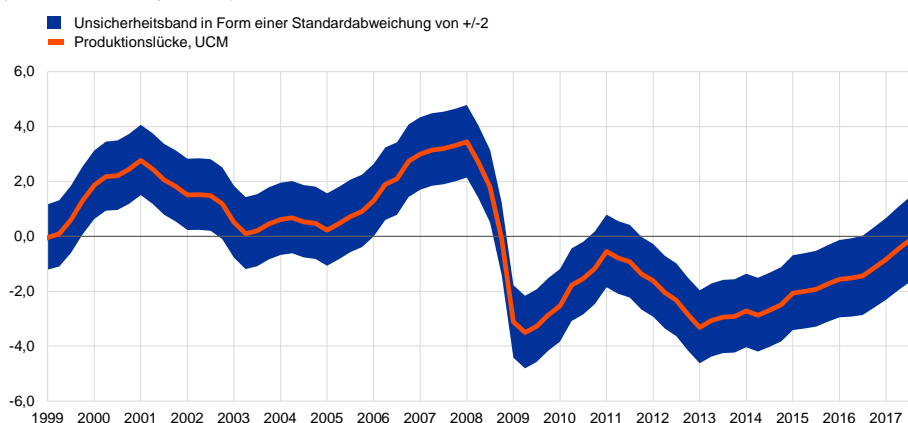
**Dies wird durch eine modellbasierte Schätzung verdeutlicht, wonach die Produktionslücke nahe null liegt, wengleich dieser Wert mit einer hohen Unsicherheit behaftet ist** (siehe Abbildung B). Zur Veranschaulichung wird ein Modell mit unbeobachteten Komponenten (Unobserved Components Model – UCM) herangezogen, um das Produktionspotenzial auf Euroraumebene sowie dessen Komponenten zu schätzen. Das Modell verwendet einen auf der Cobb-Douglas-

Produktionsfunktion basierenden multivariaten Filter und bezieht einige theoretische ökonomische Zusammenhänge wie Lohn- und Preis-Phillips-Kurven sowie das Okun'sche Gesetz ein. Laut dem UCM sollte sich die Produktionslücke im Euroraum bereits gegen Ende 2017 geschlossen haben. Innerhalb einer plausiblen Spanne jedoch würde sich die Produktionslücke derzeit ungefähr zwischen -1,5 % und 1,5 % bewegen.

### Abbildung B

#### Schätzung der Produktionslücke in einem UCM für den Euroraum

(in % des Produktionspotenzials)



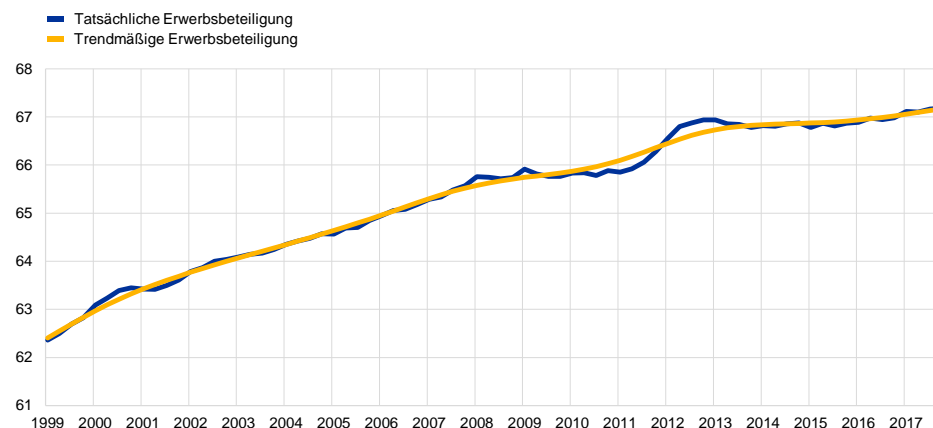
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Die zuletzt beobachteten Schocks beim Arbeitskräfteangebot dürften den Anstieg des Produktionspotenzials wie auch der tatsächlichen Produktion stützen.** Die Erwerbsquote im Euroraum verzeichnet seit einigen Jahren aufgrund der stärkeren Beteiligung von Frauen und älteren Erwerbstätigen einen Zuwachs. Diese Entwicklung hängt vor allem mit dem steigenden Bildungsniveau der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und mit den jüngsten Arbeitsmarktreformen in vielen Ländern des Eurogebiets zusammen. Sie verläuft somit offenbar weitgehend unabhängig vom Konjunkturzyklus.<sup>18</sup> Dies wird durch den im UCM geschätzten Trend des Arbeitskräfteangebots bestätigt: Die konjunkturell bedingte Veränderung der Erwerbsbeteiligung ist eher begrenzt, und der Großteil des in der Vergangenheit beobachteten Anstiegs ist auf die trendmäßige Entwicklung zurückzuführen. Wichtig ist hierbei, dass die erhöhte Erwerbsquote auf einen Anstieg sowohl des Produktionspotenzials als auch der tatsächlichen Produktion hinweist, sodass sich letztendlich kaum Auswirkungen auf die Produktionslücke ergeben (siehe Abbildung C). Sofern allerdings die Effekte der jüngsten Güter- und Arbeitsmarktreformen nicht vollständig in den modellbasierten Schätzungen berücksichtigt sind, wäre ein höheres Produktionspotenzial denkbar und die Unterauslastung möglicherweise größer als in Abbildung B dargestellt.

<sup>18</sup> Siehe EZB, Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum, Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

## Abbildung C Erwerbsbeteiligung im Euroraum

(in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Die weit gefasste Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt deutet darauf hin, dass während der Finanzkrise und der Erholungsphase mehr Kapazitäten ungenutzt blieben, als durch die Gesamtarbeitslosenquote angezeigt wird.**

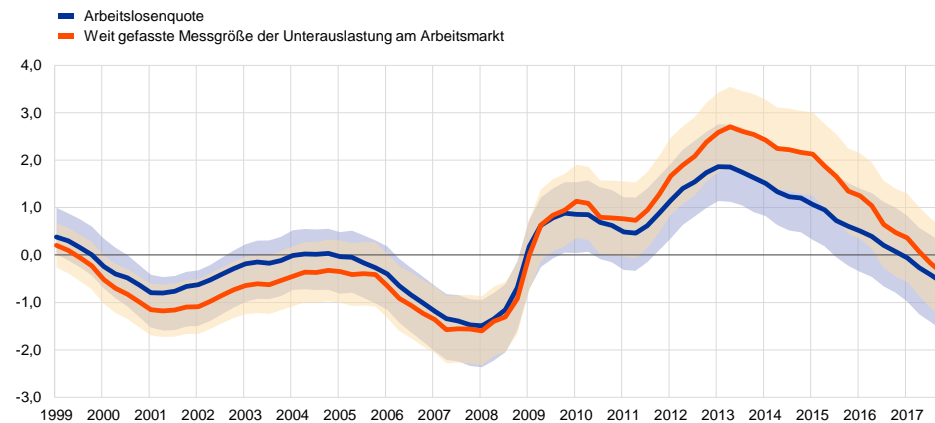
Die weit gefasste Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt berücksichtigt unterbeschäftigte Teilzeitkräfte sowie Personen, die Arbeit suchen, aber derzeit nicht zur Verfügung stehen, und solche, die verfügbar wären, aber nicht aktiv nach Arbeit suchen (zur letztgenannten Gruppe zählen entmutigte Arbeitskräfte). Das hier beschriebene Phänomen könnte allerdings vorübergehender Art sein und scheint immer mehr nachzulassen. Um zu untersuchen, ob breiter gefasste Messgrößen der Unterbeschäftigung eine höhere Unterauslastung anzeigen, wird die Gesamtarbeitslosenquote im UCM durch die weit gefasste Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt ersetzt.<sup>19</sup> Dies steht im Einklang mit der Annahme, dass der Wert dieser weit gefassten Messgröße der Unterbeschäftigung für sich genommen nicht als Maß der Unterauslastung betrachtet werden kann, sondern – wie auch im Fall der Arbeitslosenquote – unter Berücksichtigung ihrer Struktur- oder Trendkomponente zu beurteilen ist. Im Ergebnis scheint der Grad der Unterauslastung am Arbeitsmarkt im Eurogebiet im Zeitraum von 2011 bis 2016 der weit gefassten Messgröße der Unterbeschäftigung zufolge höher gewesen zu sein. Ab 2015 wurde diese Abweichung jedoch immer geringer, was mit dem starken Rückgang der Zahl entmutigter Arbeitskräfte und unterbeschäftigter Teilzeitkräfte zusammenhängt (siehe Abbildung D).

<sup>19</sup> Die als Berechnungsgrundlage für die weit gefasste Messgröße der Arbeitsmarktunterauslastung dienenden Daten werden erst seit dem ersten Quartal 2008 veröffentlicht. Für den Zeitraum davor wurde diese Messgröße von Experten der EZB zurückberechnet; hierzu wurden auf einem ähnlichen Konzept basierende Jahreswerte sowie ein dynamisches Faktormodell mit mehr als 50 Arbeitsmarktvariablen verwendet.

## Abbildung D

### Unterauslastung am Arbeitsmarkt nach verschiedenen Messgrößen

(in % der Erwerbspersonen; weit gefasste Messgröße der Unterauslastung in % des zusätzlichen Erwerbspersonenpotenzials)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die schattierten Bereiche stellen Unsicherheitsbänder in Form einer Standardabweichung von +/-2 dar. Der blau schattierte Bereich bezieht sich auf die Arbeitslosenquote, der cremefarben schattierte Bereich auf die weit gefasste Messgröße.

# Aufsätze

## 1 Reale Konvergenz in Mittel-, Ost- und Südosteuropa

**Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo und Paul König**

*Der vorliegende Aufsatz liefert stilisierte Fakten zur Konvergenz und eine Analyse der Wachstumsursachen in den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas (MOSOE-Länder) innerhalb und außerhalb der Europäischen Union (EU).<sup>1</sup> Darüber hinaus werden die Entwicklungen der einzelnen Volkswirtschaften miteinander verglichen und die Herausforderungen identifiziert, denen diese Länder im weiteren Verlauf des Konvergenzprozesses gegenüberstehen werden. Obwohl sich alle MOSOE-Länder seit 2000 den am stärksten fortgeschrittenen Volkswirtschaften der EU angenähert haben, waren die Fortschritte dabei unterschiedlich ausgeprägt. Während einige Staaten ein schnelles Wirtschaftswachstum verzeichneten und einen raschen Aufholprozess durchlebten, war der Annäherungsprozess in anderen Ländern eher langsam. Die wirtschaftliche Konvergenz ist in den MOSOE-Ländern, die der EU beigetreten sind (einschließlich derer, die später den Euro eingeführt haben), deutlich schneller erfolgt als in den westlichen Balkanstaaten, die derzeit EU-Beitrittskandidaten oder potenzielle Beitrittskandidaten sind. Der Konvergenzprozess verlief vor der globalen Finanzkrise besonders zügig, verlangsamte sich jedoch in der Folgezeit.*

*In diesem Aufsatz werden einige Faktoren identifiziert, die den erfolgreichsten Ländern der Region im Hinblick auf das Konvergenztempo seit 2000 gemein sind. Dazu zählen unter anderem Verbesserungen im Hinblick auf institutionelle Qualität, internationale Wettbewerbsfähigkeit und Innovationsstärke, Steigerungen der Handelsoffenheit, ein hohes oder steigendes Humankapital und vergleichsweise hohe Investitionsraten. Mit Blick auf die Zukunft bedarf eine schnellere und nachhaltige Konvergenz in der Region weiterer Fortschritte hinsichtlich der Verbesserung der institutionellen Qualität und der Innovationskraft, der Wiederbelebung von Investitionen und der Maßnahmen zur Bewältigung der negativen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung. Für EU-Beitrittskandidaten und potenzielle Kandidaten könnte die Aussicht auf einen EU-Beitritt einen Anker für die Reformdynamik darstellen – insbesondere, wenn auch nicht ausschließlich, im wichtigen Bereich der institutionellen Qualität – und somit die langfristigen Wachstumsaussichten und die reale Konvergenz dieser Länder unterstützen.*

<sup>1</sup> Dieser Aufsatz konzentriert sich auf die MOSOE-Länder, die der EU angehören (bezeichnet als „neue EU-Mitgliedstaaten“ (NMS), darunter Bulgarien, die Tschechische Republik, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, Slowenien und die Slowakei) oder die EU-Beitrittskandidaten bzw. potenzielle Beitrittskandidaten sind (bezeichnet als „westliche Balkanstaaten“, darunter Albanien, Bosnien und Herzegowina, Mazedonien, Montenegro und Serbien). Sofern Daten verfügbar sind, wird auch das Kosovo in die Analyse mit einbezogen (diese Bezeichnung wird unbeschadet der Standpunkte zum Status des Kosovo verwendet und steht im Einklang mit der Resolution 1244/99 des UN-Sicherheitsrats und dem Gutachten des Internationalen Gerichtshofs zur Unabhängigkeitserklärung des Kosovo). Obwohl die Türkei ein EU-Beitrittskandidat ist, ist das Land nicht Teil der Analyse, da hier kein Wandel von einer Plan- zu einer Marktwirtschaft erfolgte.

## 1 Einleitung

**Die Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas vollzogen in den 1990er-Jahren einen bedeutenden Wandel von Planwirtschaften zu Marktwirtschaften.** Diese Transformation hat die wirtschaftliche Entwicklung der Region seit 1990 erheblich geprägt. Trotz hoher Übergangskosten und einer insgesamt gemischten Wirtschaftsentwicklung in den 1990er-Jahren haben die meisten MOSOE-Länder seit 2000 ein hohes Wachstum verzeichnet, wodurch sie zu den am stärksten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der EU aufschließen konnten.

**Im vorliegenden Aufsatz wird die Einkommenskonvergenz der mittel-, ost- und südosteuropäischen Länder gegenüber den am stärksten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der EU seit 2000 analysiert.**<sup>2</sup> Die Analyse erstreckt sich auf a) die elf Volkswirtschaften, die der EU im betrachteten Zeitraum beigetreten sind und von denen fünf in der Zwischenzeit auch den Euro eingeführt haben, und b) die sechs Volkswirtschaften der westlichen Balkanstaaten, die EU-Beitrittskandidaten oder potenzielle Beitrittskandidaten sind. Reale Konvergenz – ein Prozess, bei dem die Wirtschaft in ärmeren Ländern schneller wächst als in reicheren Staaten, sodass die nationalen Unterschiede beim Realeinkommen im Zeitverlauf schwinden – hat weitreichende Auswirkungen auf den wirtschaftlichen Wohlstand. Des Weiteren ist das Erreichen einer dauerhaften Konvergenz nach wie vor wichtig für die wirtschaftliche und monetäre Integration mit und innerhalb der EU. Eine dauerhafte Konvergenz verringert Divergenzen beim Realeinkommen, unterstützt den gesellschaftlichen Zusammenhalt und vereinfacht dadurch das Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion.

**Darüber hinaus besteht eine enge Verbindung zwischen der Konvergenz der realen Einkommen und der Preiskonvergenz (nominale Konvergenz).** Schneller wachsende (konvergierende) Volkswirtschaften zeichnen sich in der Regel durch einen Anstieg des realen Wechselkurses aus, der sich häufig durch höhere Inflationsraten manifestiert. Nach dem Eintritt in die Währungsunion kann diese höhere Teuerung jedoch dazu führen, dass die Realzinsen unter das Niveau der anderen Mitgliedsländer der Währungsunion sinken. Einhergehend mit dem üblicherweise höheren natürlichen Zins steigt die Wahrscheinlichkeit, dass rascher wachsende Volkswirtschaften Boom-Bust-Zyklen durchlaufen, sofern keine angemessenen fiskalischen oder makroprudenziellen Maßnahmen zur Wahrung der makrofinanziellen Stabilität ergriffen werden. Die Konvergenz der Realeinkommen erleichtert aber auch die Einhaltung der Maastricht-Kriterien für den Eintritt in die Währungsunion (einschließlich der Kriterien zu den Inflationsraten und den

---

<sup>2</sup> Konvergenz sollte über einen langen Zeithorizont analysiert werden. Aufgrund des wirtschaftlichen Wandels der MOSOE-Länder in den 1990er-Jahren und Datenbeschränkungen in einigen Ländern bietet sich das Jahr 2000 als Ausgangspunkt für die Durchführung einer solchen Analyse für diese Ländergruppe an.

Langfristzinsen), die nach wie vor für die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-raums relevant sind.<sup>3</sup>

**Eine mangelnde Einkommenskonvergenz geht oft mit einer niedrigen institutionellen Qualität einher.** Gemeint sind damit Schwächen in Bezug auf die institutionellen und Governance-Standards, die das Wirtschaftswachstum eines Landes unterstützen und seine Widerstandsfähigkeit gegen Schocks erhöhen. Dies kann den weiteren Integrationsprozess und das reibungslose Funktionieren der EU und des Eurogebiets erschweren.<sup>4</sup>

Vor diesem Hintergrund werden in Abschnitt 2 stilisierte Fakten zur Konvergenz in den MOSOE-Ländern präsentiert. In Abschnitt 3 erfolgt eine Analyse der Triebfedern der wirtschaftlichen Konvergenz in dieser Ländergruppe, und Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## Kasten 1

### Hintergrundinformationen zu den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas

---

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo und Paul König

Die mittel-, ost- und südosteuropäischen Länder weisen mehrere gemeinsame Merkmale auf. Erstens handelt es sich bei allen um ehemalige Planwirtschaften, die in den 1990er-Jahren zum System der Marktwirtschaft übergingen. Zweitens sind alle diese Staaten kleine offene Volkswirtschaften, die geografisch und wirtschaftlich sehr eng mit größeren EU-Ländern verbunden sind. Drittens sind die MOSOE-Länder entweder bereits der EU beigetreten oder EU-Beitrittskandidaten bzw. potenzielle Beitrittskandidaten. Die Tabelle enthält grundlegende Informationen zu den in diesem Aufsatz analysierten Ländern. Die Auswahl umfasst 17 MOSOE-Länder, darunter elf neue EU-Mitgliedstaaten (NMS) – fünf davon gehören dem Euro-Währungsgebiet an (NMS innerhalb des Euroraums) und sechs nicht (NMS außerhalb des Euroraums) –, sowie sechs EU-Beitrittskandidaten bzw. potenzielle Kandidatenländer, die im vorliegenden Aufsatz zusammengenommen als westliche Balkanstaaten bezeichnet werden.

---

<sup>3</sup> Eine detailliertere Analyse der Beziehung zwischen realer und nominaler Konvergenz (die zusammen mit der fiskalischen Konvergenz häufig als „Maastricht-Konvergenz“ bezeichnet werden) findet sich in: J. L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. Ferdinand Heinz und S. Muzikarova, Real convergence in the euro area: a long-term perspective, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 203, Dezember 2017.

<sup>4</sup> Siehe auch B. Cœuré, Convergence matters for monetary policy, Rede anlässlich der Konferenz „Innovation, firm size, productivity and imbalances in the age of de-globalization“, Brüssel, 30. Juni 2017.

## Status EU-Mitgliedschaft, Bevölkerung und Einkommensniveau

Land	Offizieller Status	Bevölkerung (2016, in Millionen)	Reales Pro-Kopf-BIP (2016, in Kaufkraftparitäten, in USD)	Reales Pro-Kopf-BIP (2016, in % des Durchschnitts der EU 28)
<b>NMS innerhalb des Euroraums</b>				
<b>Slowenien</b>	Mitglied seit 2004; Verwendung des Euro seit 2007	2,1	29 933	82,4
<b>Slowakei</b>	Mitglied seit 2004; Verwendung des Euro seit 2009	5,4	29 224	80,4
<b>Estland</b>	Mitglied seit 2004; Verwendung des Euro seit 2011	1,3	28 095	77,3
<b>Lettland</b>	Mitglied seit 2004; Verwendung des Euro seit 2014	2,0	23 718	65,3
<b>Litauen</b>	Mitglied seit 2004; Verwendung des Euro seit 2015	2,9	27 904	76,8
<b>NMS außerhalb des Euroraums</b>				
<b>Tschechische Republik</b>	Mitglied seit 2004	10,6	31 353	86,3
<b>Ungarn</b>	Mitglied seit 2004	9,8	25 654	70,6
<b>Polen</b>	Mitglied seit 2004	38,4	26 051	71,7
<b>Bulgarien</b>	Mitglied seit 2007	7,1	17 794	49,0
<b>Rumänien</b>	Mitglied seit 2007	19,7	21 608	59,5
<b>Kroatien</b>	Mitglied seit 2013	4,2	21 547	59,3
<b>Westliche Balkanstaaten</b>				
<b>Albanien</b>	Beitrittskandidat seit Juni 2014 (Beitrittsverhandlungen noch nicht begonnen)	2,9	11 359	31,3
<b>Mazedonien</b>	Beitrittskandidat seit Dezember 2005 (Beitrittsverhandlungen noch nicht begonnen)	2,1	13 055	35,9
<b>Montenegro</b>	Beitrittskandidat seit Dezember 2010 (Beitrittsverhandlungen im Juni 2012 aufgenommen)	0,6	15 725	43,3
<b>Serbien</b>	Beitrittskandidat seit März 2012 (Beitrittsverhandlungen im Januar 2014 aufgenommen)	7,1	13 723	37,8
<b>Bosnien und Herzegowina</b>	Potenzieller Beitrittskandidat (Antrag auf EU-Mitgliedschaft im Februar 2016 gestellt)	3,5	11 327	31,2
<b>Kosovo</b>	Potenzieller Beitrittskandidat (kein Antrag auf EU-Mitgliedschaft gestellt)	1,8	9 332	25,7

Quellen: Europäische Kommission, Haver Analytics, Weltbank und EZB-Berechnungen.



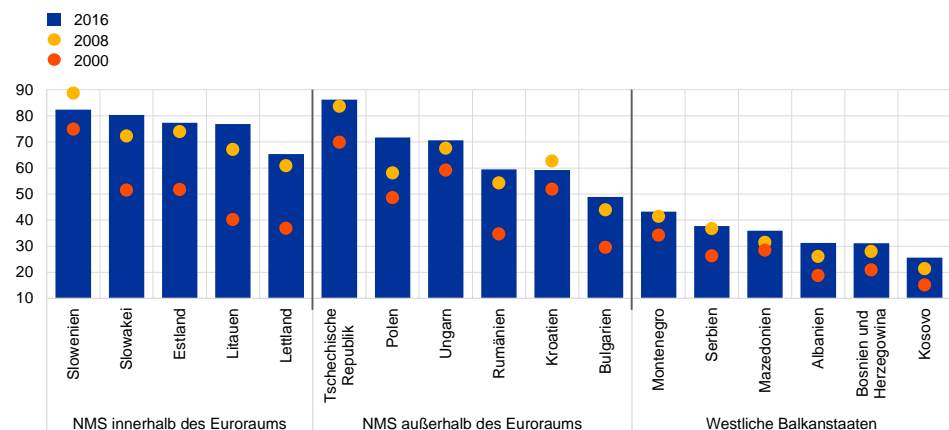
## 2 Stilisierte Fakten zur Konvergenz in den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas

In allen Volkswirtschaften Mittel-, Ost- und Südosteuropas ist das reale Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten<sup>5</sup> gemessen am Durchschnitt der 28 EU-Mitglieder (EU 28) seit 2000 gestiegen (siehe Abbildung 1). Das Wachstum des Pro-Kopf-BIP fiel im Vorfeld der globalen Finanzkrise 2008-2009 besonders kräftig aus und belief sich in einigen neuen EU-Mitgliedstaaten und in den ärmsten Ländern des westlichen Balkans auf knapp 5 % oder sogar mehr. Der starke Konjunkturaufschwung trug dazu bei, dass diese Länder schneller zu den EU-Staaten mit höherem Einkommen aufschließen konnten. Seit 2009 jedoch hat sich das Wirtschaftswachstum in allen Ländern der Region verlangsamt. Infolgedessen hat die Annäherung an den Durchschnitt der EU 28 an Dynamik verloren, wenngleich einige Länder (wie z. B. die baltischen Staaten und Polen) nach 2010 wieder ein relativ hohes Aufholtempo verzeichneten.

### Abbildung 1

Reales Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten in den Jahren 2000, 2008 und 2016

(in % des Durchschnitts der EU 28)



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

**Der Aufholprozess verlief in den MOSOE-Ländern, die der EU angehören, generell schneller als in den westlichen Balkanstaaten.** Dies ist zum Teil auf die Folgen der Zerstörungen im Rahmen der Jugoslawien-Kriege in den 1990er-Jahren zurückzuführen, wodurch sich der wirtschaftliche Transformationsprozess in vielen Ländern des westlichen Balkans um nahezu ein Jahrzehnt verzögerte. Die Entwicklung in den MOSOE-Ländern, die Mitglied der EU sind, verlief ebenfalls unterschiedlich. Einige von ihnen – vor allem die baltischen Staaten und die Slowakei, die den Euro eingeführt haben, sowie Bulgarien, Polen und Rumänien – konnten eine besonders rasche Annäherung erreichen. Zugleich hatten andere der EU angehörende MOSOE-Länder Schwierigkeiten, sich dem EU-Durchschnitt über das bis 2008 erzielte Maß hinaus zu nähern. In Kroatien und Slowenien vergrößerte

<sup>5</sup> Durch die Verwendung von Kaufkraftparitäten werden die Effekte preislicher Unterschiede zwischen den Ländern beseitigt, sodass eine genauere und länderübergreifend vergleichbare Messung des Wohlstands möglich ist.

sich der Abstand des Pro-Kopf-BIP zum EU-Durchschnitt nach 2008 sogar wieder, wenngleich dieser negative Trend in den letzten Jahren umgekehrt wurde.

**Einige neue EU-Mitgliedstaaten (wie z. B. die Tschechische Republik, Slowenien und die Slowakei) haben bis dato ein Pro-Kopf-BIP erreicht, das bei gut 80 % des EU-weiten Durchschnitts liegt (basierend auf Daten für 2016).** Im Gegensatz dazu liegen andere neue EU-Mitglieder immer noch deutlich unter dem EU-Mittelwert. Dies gilt insbesondere für Bulgarien (das mit knapp 50 % des EU-Durchschnitts das niedrigste Pro-Kopf-BIP dieser Ländergruppe aufweist), Rumänien und Kroatien (jeweils rund 60 % des EU-Durchschnitts).

**Die Einkommensniveaus aller westlichen Balkanstaaten lagen im Jahr 2016 hingegen mehr als 50 % unter dem Durchschnitt der 28 EU-Länder.** Das niedrigste Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten wies das Kosovo auf (26 % des EU-Durchschnitts), Montenegro das höchste (43 % des EU-Durchschnitts). Insgesamt sind die meisten Volkswirtschaften des westlichen Balkans noch immer weit von dem Maß an Einkommenskonvergenz zum EU-weiten Schnitt entfernt, das andere MOSOE-Länder zum Zeitpunkt des EU-Beitritts typischerweise aufwiesen (in den meisten Fällen rund 50 % bis 60 % des durchschnittlichen Pro-Kopf-BIP in der EU).<sup>6</sup>

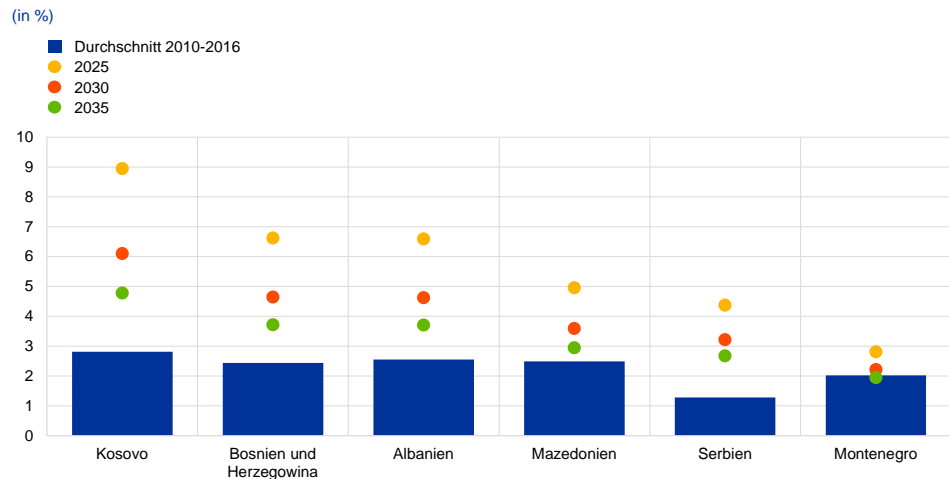
**Unter der Annahme, dass sich der BIP-Wachstumstrend der letzten Jahre fortsetzt wie bisher, dürften sich viele neue EU-Mitgliedstaaten im Hinblick auf das Pro-Kopf-BIP relativ schnell (einige bereits in den kommenden zehn Jahren) an den Durchschnitt der 28 EU-Länder annähern.** Für viele andere neue Mitgliedstaaten dürfte es hingegen schwierig werden, ohne eine deutliche Beschleunigung des BIP-Wachstums bis 2030 zum EU-Durchschnitt aufzuschließen.<sup>7</sup> Dies geht auch aus Abbildung 2 hervor, die die Ergebnisse einer vergleichbaren mechanischen Berechnung für die Länder des westlichen Balkans zeigt. Demnach müssten all diese Staaten (mit Ausnahme Montenegros) deutlich höhere BIP-Wachstumsraten aufweisen als in den Vorjahren, um bis 2030 ein Niveau von 50 % des durchschnittlichen Pro-Kopf-BIP der EU 28 zu erreichen.

<sup>6</sup> Unter den MOSOE-Ländern, die der EU seit 2004 beigetreten sind, wurde das niedrigste Pro-Kopf-BIP (im Verhältnis zum Durchschnitt der 28 EU-Mitgliedstaaten) zum Zeitpunkt des jeweiligen Beitritts im Jahr 2007 in Bulgarien verzeichnet (42,3 %). Darüber hinaus wiesen einige andere Länder Werte von rund 50 % auf, z. B. Lettland (48,3 %) und Polen (51,2 %) bei ihrem Beitritt im Jahr 2004 und Rumänien (49,4 %) im Jahr 2007.

<sup>7</sup> Bei diesen mechanischen Berechnungen wird angenommen, dass das BIP-Wachstum in der EU und in den MOSOE-Ländern konstant auf dem durchschnittlichen Niveau des Zeitraums 2010-2016 bleibt. Dabei wird der EU-Austritt des Vereinigten Königreichs nicht berücksichtigt, der statistisch gesehen das durchschnittliche Einkommensniveau in der EU verringern wird.

## Abbildung 2

Erforderliches Wachstum des Pro-Kopf-BIP in den westlichen Balkanstaaten zur Erreichung eines Niveaus von 50 % des Durchschnitts der EU 28 bis 2025, 2030 und 2035



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

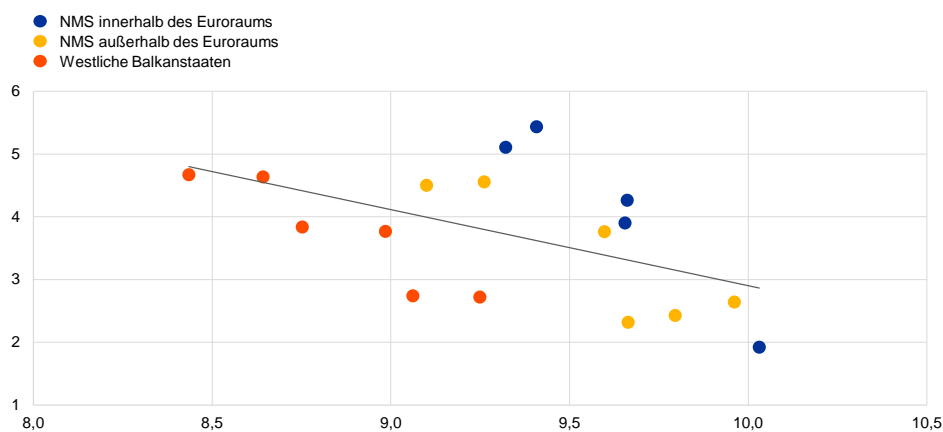
Anmerkung: Die Angaben basieren auf der Annahme eines durchschnittlichen jährlichen BIP-Wachstums (pro Kopf, in Kaufkraftparitäten) der EU 28 von 1,2 %; dies entspricht dem Durchschnitt des Zeitraums 2010 bis 2016.

**Insgesamt war eine negative Korrelation zwischen dem Einkommensniveau von 2000 und dem Wachstum des realen BIP in den darauffolgenden Jahren zu verzeichnen** (siehe Abbildung 3). Dies deutet darauf hin, dass die ärmeren MOSOE-Länder seit dem Jahr 2000 der Tendenz nach ein kräftigeres Wirtschaftswachstum aufgewiesen haben. Dabei erscheinen zwei Entwicklungen besonders bemerkenswert. Erstens haben die neuen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, augenscheinlich eine stärkere Konvergenz vollzogen als die beiden anderen Ländergruppen. Zweitens zeigt eine Analyse der westlichen Balkanstaaten und der neuen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets, die im Jahr 2000 ein ähnliches Einkommensniveau aufwiesen, dass die neuen EU-Länder ein weitaus höheres jährliches Einkommenswachstum verzeichneten. Diese beiden Beobachtungen könnten darauf hindeuten, dass der Beitritt zur EU die Konvergenz der MOSOE-Länder begünstigt hat.

### Abbildung 3

#### Anfängliches Einkommensniveau und durchschnittliches BIP-Wachstum im Zeitraum 2000 bis 2016

(x-Achse: Logarithmus des realen Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftparitäten, 2000; y-Achse: durchschnittliche Wachstumsrate des realen Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftparitäten, 2000-2016 (in %))



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

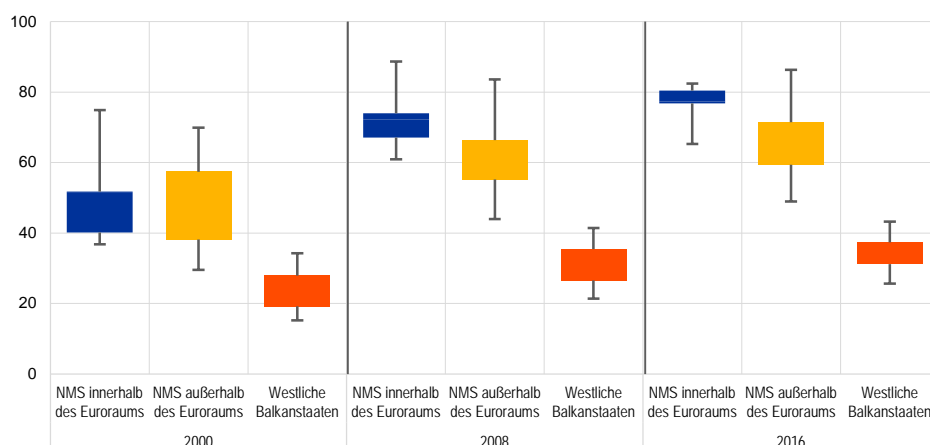
#### Das Einkommensgefälle innerhalb der Gruppe der neuen EU-Länder wie auch der Gruppe der westlichen Balkanstaaten hat sich seit 2000 verringert.<sup>8</sup>

Zugleich sind jedoch die Realeinkommen dieser beiden Ländergruppen auseinandergefallen (siehe Abbildung 4). Diese Entwicklungen unterstützen die „Konvergenzclub“-Hypothese und lassen darauf schließen, dass neue und potenzielle EU-Mitgliedstaaten in Richtung unterschiedlicher Gleichgewichtswerte konvergieren.

### Abbildung 4

#### Einkommensgefälle gegenüber den EU 28 im Zeitraum 2000 bis 2016

(reales Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftparitäten als Anteil am Durchschnitt der 28 EU-Länder)



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die oberen Intervallklammern zeigen den Höchstwert in der Stichprobe und die unteren Intervallklammern den niedrigsten Wert an. Die Säulen stellen das Gefälle zwischen dem ersten und dem dritten Quartil dar.

<sup>8</sup> Gemessen an der Standardabweichung des realen Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftparitäten als Anteil am EU-Durchschnitt.

## Kasten 2

### Konvergenztheorien und Wirtschaftswachstum

---

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo und Paul König

In der Fachliteratur finden sich diverse Konzepte der wirtschaftlichen Konvergenz, wobei die „ $\beta$ -Konvergenz“ und die „ $\sigma$ -Konvergenz“ am häufigsten verwendet werden. Das Konzept der  $\beta$ -Konvergenz besagt, dass Länder mit niedrigerem Einkommensniveau rascher wachsen als solche mit höheren Einkommen, und stellt eine notwendige, wenn auch keine hinreichende, Bedingung für die  $\sigma$ -Konvergenz dar, die dazu führt, dass sich die Realeinkommen der verschiedenen Länder im Laufe der Zeit immer mehr einander annähern. Laut der  $\beta$ -Konvergenz wachsen ärmere Länder also rascher als reichere, doch genügen höhere Wachstumsraten unter Umständen nicht, um das Einkommensniveau der Länder im Zeitverlauf einander anzugleichen, da von starken Differenzen bei den anfänglichen Einkommensniveaus auszugehen ist, sodass nicht zwangsläufig eine  $\sigma$ -Konvergenz folgt. Das Konzept der  $\beta$ -Konvergenz leitet sich vom neoklassischen Wachstumsmodell ab und basiert auf der Annahme sinkender Kapitalerträge.<sup>9</sup> Bei diesem Modell weisen kapitalarme Volkswirtschaften (mit niedrigem Einkommen) höhere Erträge für diesen Produktionsfaktor auf als kapitalreiche Länder (mit hohem Einkommen), weshalb es bei Ersteren zu einer rascheren Kapitalakkumulation und einem stärkeren Wirtschaftswachstum kommt.

Auch die Theorie der bedingten Konvergenz wird in der Literatur häufig diskutiert. Die bedingte Konvergenz berücksichtigt, dass sich institutionelle und politische Rahmenbedingungen von Land zu Land unterscheiden können. Demnach können Volkswirtschaften verschiedene Gleichgewichtswerte anstreben, und das Wirtschaftswachstum ist in ärmeren Ländern nicht zwangsläufig höher als in reicheren Staaten, wohingegen unbedingte (absolute) Konvergenz bedeutet, dass ärmere Länder – unabhängig von den jeweiligen institutionellen oder politischen Rahmenbedingungen – ein stärkeres Wachstum aufweisen als reichere.<sup>10</sup> Die empirische Evidenz lässt jedoch keine schlüssigen Belege für eine unbedingte Konvergenz bei einer breiten Palette von Ländern erkennen. Laut Rodrik<sup>11</sup> ist jede Art von Konvergenz durch etwas bedingt: Sie ist abhängig von der Politik, von institutionellen Strukturen und anderen länderspezifischen Faktoren, wie etwa der Sparquote, der demografischen Entwicklung oder der Auslandshilfe. Die bedingte Konvergenz führt unter anderem dazu, dass Volkswirtschaften mit ähnlichen Merkmalen (wie etwa die OECD- oder MOSOE-Länder) sich auf längere Sicht auf denselben Gleichgewichtswert zubewegen dürften, der sich vom Gleichgewichtswert anderer Ländergruppen mit anderen gemeinsamen Merkmalen unterscheidet. Solche konvergierenden Ländergruppen werden oftmals als „Konvergenzclubs“ bezeichnet.

Unter der Annahme, dass Konvergenz kein quasi-automatischer Prozess ist (wie das Konzept der bedingten Konvergenz impliziert), dürfte es aus wirtschaftspolitischer Sicht entscheidend sein, die Triebfedern des Wirtschaftswachstums und der wachstumsfördernden Bedingungen zu identifizieren. Während in den von Solow und Swan entworfenen Wachstumsmodellen noch die Kapitalakkumulation im Mittelpunkt stand (und der technologische Fortschritt als exogen betrachtet wurde), wurde in den darauf folgenden Theorien als endogener Faktor auch der technologische

<sup>9</sup> R. Solow, A contribution to the theory of economic growth, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 70(1), 1956, S. 65-94, und T. W. Swan, Economic Growth and Capital Accumulation, Economic Record, Bd. 32(2), 1956, S. 334-361.

<sup>10</sup> R. J. Barro und X. I. Sala-i-Martin, Economic Growth, 2. Auflage, MIT Press, Cambridge (Mass.), 2004.

<sup>11</sup> D. Rodrik, Unconditional convergence, Working Paper des NBER, Nr. 17546, 2011.

Wandel berücksichtigt, indem Modelle Anwendung fanden, die die Bildung von Humankapital, Innovationen, Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie das Prinzip „Learning by Doing“ einbezogen.<sup>12</sup> Aber auch endogene Wachstumsmodelle standen in der Kritik, weil sie keine Erklärung für die fundamentalen Wachstumsfaktoren liefern. So können länderübergreifende Unterschiede bei Innovationen oder der Bildung von Humankapital zwar Unterschiede im Einkommensniveau erklären, aber keine Antwort darauf geben, weshalb die jeweiligen Länder in diesen Bereichen nicht dieselbe Politik verfolgen.

Daher konzentrierte man sich ab den 1990er-Jahren stärker auf Institutionen als grundlegende Bedingung für Wachstum, Einkommensunterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Konvergenz. Mit dem Begriff „Institutionen“ sind die „Spielregeln in einer Gesellschaft“ gemeint, mit denen Anreize für Wirtschaftsakteure geschaffen werden, um in Sach- und Humankapital zu investieren oder neue Technologien zu entwickeln.<sup>13</sup> Er kann eine breite Palette von – formellen und informellen – „Spielregeln“ umfassen, wie etwa Eigentumsrechte, Vertragsdurchsetzungsmechanismen, Effektivität des Justizwesens, Korruptionskontrolle, Qualität von Regulierung und Governance, Konfliktbewältigung und politische Stabilität.<sup>14</sup>

Aus jüngerer Zeit stammt das neue Konzept einer nachhaltigen wirtschaftlichen Konvergenz, welches ebenfalls auf die Bedeutung stabiler Institutionen abstellt. Hierunter ist der Prozess zu verstehen, bei dem sich das Pro-Kopf-Einkommen einkommensschwächerer Länder dauerhaft an jenes von Ländern mit höherem Einkommensniveau angleicht. Damit die reale Konvergenz nachhaltig sein kann, muss die Expansion der Gesamtnachfrage mit dem langfristigen Potenzialwachstum im Einklang stehen. Höhere Wachstumsraten, die etwa auf einen Finanzboom zurückzuführen sind, können sich als nicht nachhaltig erweisen, wenn sie nicht mit einem höheren Potenzialwachstum einhergehen. Die reale Konvergenz sollte durch eine solide Politik und stabile Institutionen untermauert sein, um Bestand zu haben. Kürzlich wurde in diesem Zusammenhang gezeigt, dass die Qualität institutioneller Strukturen eine wichtige Variable ist, um das Wachstumsgefälle zwischen einzelnen EU-Ländern sowie das langfristige Wachstum in europäischen Volkswirtschaften zu erklären.<sup>15</sup>

Ein weiteres bedeutendes Konzept beschäftigt sich mit geografischen Vorteilen und Agglomerationseffekten. Hiernach können sich aufgrund der geografischen Lage vorteilhafte Wachstums- und Produktivitätsbedingungen ergeben, bedingt durch mögliche Komplementär- und Übertragungseffekte aufgrund der räumlichen Konzentration mehrerer Firmen, die wiederum zu Skaleneffekten bei der Produktion und zur Anziehung neuer Unternehmen führen können. Daneben hat die geografische Lage auch einen Einfluss auf die Transportkosten, während sich klimatische Bedingungen

---

<sup>12</sup> Siehe zum Beispiel P. M. Romer, Increasing Returns and Long-Run Growth, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 94(5), 1986, S. 1002-1037; P. M. Romer, Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization, in: *American Economic Review*, Bd. 77(2), 1987, S. 56-62; P. M. Romer, Endogenous Technological Change, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 98(5), 1990, S. 71-102; P. Aghion und P. Howitt, A Model of Growth Through Creative Destruction, in: *Econometrica*, Bd. 60(2), 1992, S. 323-351; R. E. Lucas, On the Mechanics of Economic Development, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 22(1), 1988, S. 3-42.

<sup>13</sup> D. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990; D. Acemoglu, S. Johnson und J. Robinson, Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth, in: P. Aghion und S. Durlauf (Hrsg.), *Handbook of Economic Growth*, North Holland, Amsterdam, 2005, S. 385-472.

<sup>14</sup> D. Rodrik, Institutions for High-Quality Growth: What They are and How to Acquire Them, Working Paper des NBER, Nr. 7540, 2000.

<sup>15</sup> Siehe zum Beispiel K. Masuch, E. Moshhammer und B. Pierluigi, Institutions and growth in Europe, Working Document des CEPS, Nr. 421, 2016.

unmittelbar (z. B. in der Landwirtschaft) oder mittelbar (über die Gesundheit und das Humankapital der Bevölkerung) auf die Produktivität auswirken können. Hervorzuheben ist diesbezüglich, dass die Agglomerationseffekte selbstverstärkend wirken können, womit sich die Persistenz der zwischen den Regionen bestehenden Einkommensdifferenzen erklären ließe.<sup>16</sup> Mit den Agglomerationseffekten lässt sich auch erklären, weshalb einige Regionen wirtschaftlich erfolgreicher sind als andere, obwohl sie beispielsweise ähnliche Merkmale im Hinblick auf die institutionelle Qualität aufweisen.

---

### 3 Triebfedern der wirtschaftlichen Konvergenz in den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas

Der vorliegende Abschnitt ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 3.1 werden die Ergebnisse einer Wachstumszerlegung für die Volkswirtschaften Mittel-, Ost- und Südosteuropas vorgestellt. In Abschnitt 3.2 und 3.3 erfolgt eine Analyse der Akkumulation von Kapital bzw. von Arbeitskräften als Triebfedern für konjunkturelles Wachstum, und in Abschnitt 3.4 werden die Faktoren untersucht, die besondere Auswirkungen auf das Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) in den MOSOE-Ländern gehabt haben könnten.

#### 3.1 Wachstumszerlegung

**Die Wachstumszerlegung ermöglicht eine Quantifizierung der Beiträge der Kapital- und Arbeitskräfteakkumulation sowie des TFP-Wachstums zum gesamten Wirtschaftswachstum.** Diesem Ansatz zufolge gilt die Produktivität als Funktion der im Rahmen des Produktionsprozesses verwendeten Produktionsfaktoren (Kapital und Arbeit) und der totalen Faktorproduktivität<sup>17</sup>. Grundsätzlich ist es möglich, den Kapitalstock und das Arbeitskräfteangebot (sowie ihre jeweiligen Anteile am BIP) wie auch ihre Beiträge zum BIP-Wachstum zu messen. Die TFP und ihr Wachstumsbeitrag entsprechen hingegen dem Teil des Wirtschaftswachstums, der nicht durch die Akkumulation dieser beiden Produktionsfaktoren erklärt werden kann.

**Diesem Ansatz nach basierte das seit 2000 in den mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern verzeichnete Wirtschaftswachstum größtenteils auf einem Anstieg der totalen Faktorproduktivität** (siehe Abbildung 5). Dies ist weitgehend den Reformen im Zusammenhang mit dem Übergang von Plan- zu

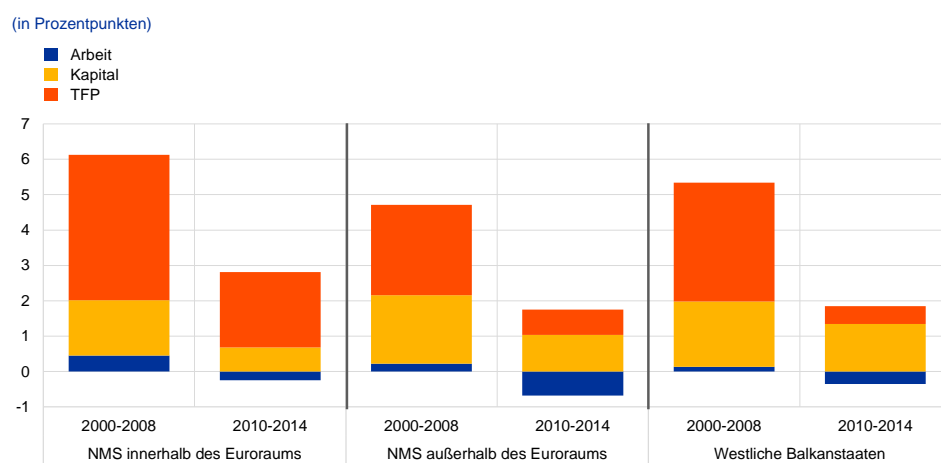
---

<sup>16</sup> Siehe etwa P. Krugman, Increasing returns and economic geography, in: Journal of Political Economy, Bd. 99, 1991, S. 483-499; M. Fujita, P. Krugman und A. J. Venables, The Spatial Economy: Cities, Regions, and International Trade, MIT Press, 1999; J. L. Gallup, J. D. Sachs und A. D. Mellinger, Geography and economic development, in: International Regional Science Review, Bd. 22, 1999, S. 179-232.

<sup>17</sup> Ihrer allgemeineren Definition nach handelt es sich bei der totalen Faktorproduktivität um den Teil der Produktion, der nicht durch die im Produktionsprozess verwendeten Produktionsfaktoren erklärt werden kann. Daher wird die TFP als Restgröße berechnet, deren Niveau dadurch bestimmt wird, wie effizient und intensiv die Produktionsfaktoren im Rahmen des Produktionsprozesses genutzt werden.

Marktwirtschaften zuzuschreiben, der eine effizientere Nutzung der Produktivitätsfaktoren ermöglicht hat. Auch die Kapitalbildung leistete einen positiven Wachstumsbeitrag. Im Gegensatz dazu lag der Wachstumsbeitrag des Faktors Arbeit fast bei null, weil die MOSOE-Länder unterschiedliche demografische Entwicklungen verzeichneten. Deshalb ist das Wachstum dieser Ländergruppe etwas anders verlaufen als jenes vieler anderer konvergierender Schwellenländer, die häufig in der Fachliteratur behandelt werden und deren Wachstum zumeist auf der Akkumulation sowohl von Kapital als auch von Arbeitskräften basierte.<sup>18</sup>

**Abbildung 5**  
 Beiträge von Arbeit, Kapital und totaler Faktorproduktivität (TFP) zum Wirtschaftswachstum in den Zeiträumen 2000 bis 2008 und 2010 bis 2014



Quellen: Penn World Table Version 9.0 und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Es wird davon ausgegangen, dass der Anteil des Faktors Arbeit in Albanien und Montenegro dem Durchschnitt für Mazedonien, Bosnien und Herzegowina, Serbien und Kroatien entspricht. Außerdem wird unterstellt, dass die in den westlichen Balkanstaaten durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden den in den neuen Mitgliedstaaten im Schnitt geleisteten Arbeitsstunden entsprechen. Die Berechnungen basieren auf der Annahme einer klassischen Cobb-Douglas-Produktionsfunktion. Daten liegen nur bis zum Jahr 2014 vor.

**Allerdings kamen diese Triebfedern des Wirtschaftswachstums in den einzelnen Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas und in den verschiedenen Zeiträumen unterschiedlich stark zum Tragen.** Vor der Krise (d. h. von 2000 bis 2008) war die relative Stärke der wesentlichen Einflussfaktoren in der Region weitgehend ähnlich, wobei das TFP-Wachstum und die Kapitalbildung einen besonders großen Wachstumsbeitrag leisteten. Die Akkumulation von Arbeitskräften war dem Wirtschaftswachstum zwar ebenfalls zuträglich, ihr Beitrag blieb aber in allen Ländergruppen gering.

**Der Konjunkturabschwung nach der Krise war zumeist einem langsameren Anstieg der totalen Faktorproduktivität zuzuschreiben.** Infolgedessen war die Kapitalakkumulation der größere Wachstumsmotor in der Region. Dies war vor allem in den westlichen Balkanstaaten erkennbar, wo die Kapitalbildung de facto die einzige Triebfeder des Wirtschaftswachstums darstellte. Auch in den neuen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums ging von der Kapitalbildung der stärkste

<sup>18</sup> Siehe beispielsweise Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE), Transition Report 2017-18, 2017.



Wachstumsschub aus, wenngleich hier auch der TFP-Zuwachs für einen erheblichen Teil des gesamten Wirtschaftswachstums verantwortlich war. Im Gegensatz dazu lieferte die totale Faktorproduktivität in den Euro-Ländern der Region nach wie vor die größten Wachstumsimpulse. Zugleich wurde die Expansion in allen drei Ländergruppen durch eine sinkende Zahl von Erwerbspersonen gebremst.

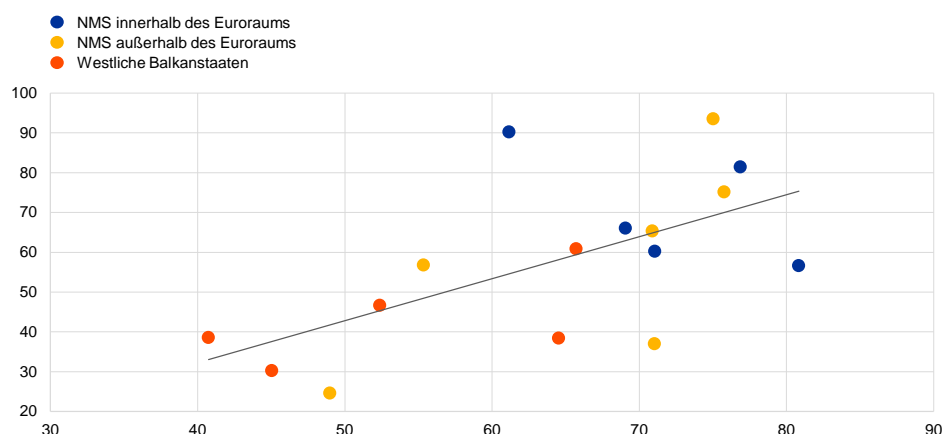
### 3.2 Kapitalstock und Akkumulation von Kapital

**Der Kapitalstock je Beschäftigten liegt in fast allen Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas nach wie vor merklich unter dem Durchschnitt der 28 EU-Länder** (siehe Abbildung 6). Die Abstände zu den fortgeschritteneren Volkswirtschaften der EU sind in Südosteuropa besonders groß, wo der Kapitalstock in einigen Ländern lediglich rund ein Drittel des Durchschnitts für die 28 EU-Länder ausmacht. Der geringe Kapitalbestand spiegelt sich auch in der schlechten Qualität der Infrastruktur wider, vor allem in den potenziellen EU-Mitgliedstaaten.<sup>19</sup>

#### Abbildung 6

Kapitalstock je Beschäftigten und Arbeitsproduktivität in den MOSOE-Ländern im Jahr 2014

(x-Achse: BIP je Beschäftigten (Index: EU 28 = 100); y-Achse: Kapitalstock je Beschäftigten (Index: EU 28 = 100))



Quellen: Penn World Table Version 9.0 und World Economic Outlook des IWF.

Anmerkung: Die blauen Punkte markieren die neuen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, die gelben Punkte stehen für die neuen EU-Mitgliedstaaten, die nicht Teil des Euroraums sind, und die roten Punkte stellen die westlichen Balkanstaaten dar. Daten liegen nur bis zum Jahr 2014 vor.

#### Vor diesem Hintergrund scheinen hohe Investitionsraten für eine Annäherung an die EU-Länder mit höherem Einkommen von großer Bedeutung zu sein.

Während die Investitionen in den meisten MOSOE-Ländern vor 2008 einen Boom erlebten, waren die inländischen Sparquoten nicht hoch genug, um Investitionsausgaben zu finanzieren. Aus diesem Grund wiesen die MOSOE-Länder allesamt eine erhebliche Ersparnislücke (Differenz zwischen der Inlandssparquote und der Investitionsquote im Verhältnis zum BIP) auf. Diese Lücken waren in Südosteuropa besonders stark ausgeprägt, darunter auch in den Volkswirtschaften, bei denen es sich derzeit um EU-Beitrittskandidaten bzw. potenzielle Beitrittskandidaten handelt,

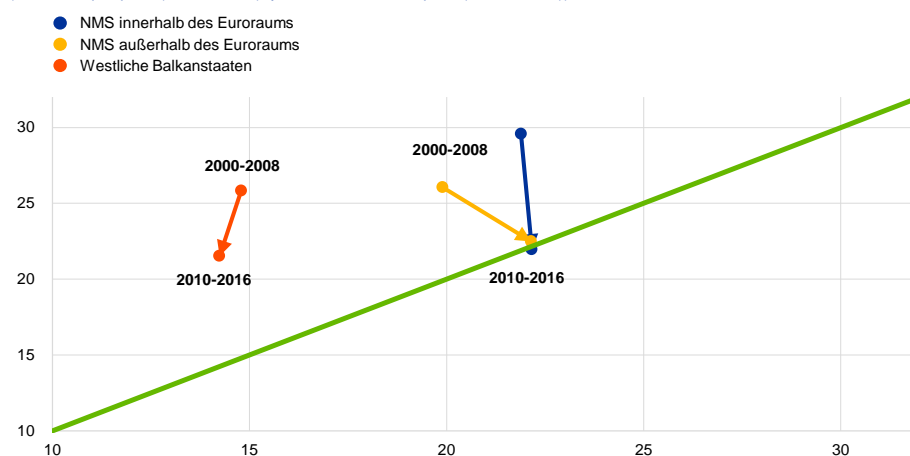
<sup>19</sup> Siehe beispielsweise den Logistics Performance Index der Weltbank.

und in den baltischen Ländern, in denen die Ersparnislücken teilweise größer waren als 10 Prozentpunkte (siehe Abbildung 7).

### Abbildung 7

Durchschnittliche Spar- und Investitionsquoten in den Zeiträumen 2000 bis 2008 und 2010 bis 2016

(x-Achse: Sparquote (in % des BIP); y-Achse: Investitionsquote (in % des BIP))



Quellen: World Economic Outlook des IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die 45°-Linie ist in grün dargestellt.

**Angesichts der geringen inländischen Ersparnisse wurde der Investitionsboom vor der Krise größtenteils durch Kapitalzuflüsse finanziert.** Diese Zuflüsse erfolgten vor allem in Form von Bankkrediten und ausländischen Direktinvestitionen (siehe Abbildung 8).<sup>20</sup> Die hohen Investitionsquoten trugen zu einer schnellen Kapitalbildung bei, und die Direktinvestitionen ermöglichten einen Technologie- und Wissenstransfer, wodurch das TFP-Wachstum unterstützt wurde. In vielen MOSOE-Ländern spiegelte der Investitionsboom auch eine kräftige Baukonjunktur wider, die vor der Krise durch florierende Wohnimmobilienmärkte angekurbelt worden war, aber einen eher begrenzten Einfluss auf die Arbeitsproduktivität und die langfristigen Wachstumsaussichten hatte (siehe Abbildung 9).<sup>21</sup>

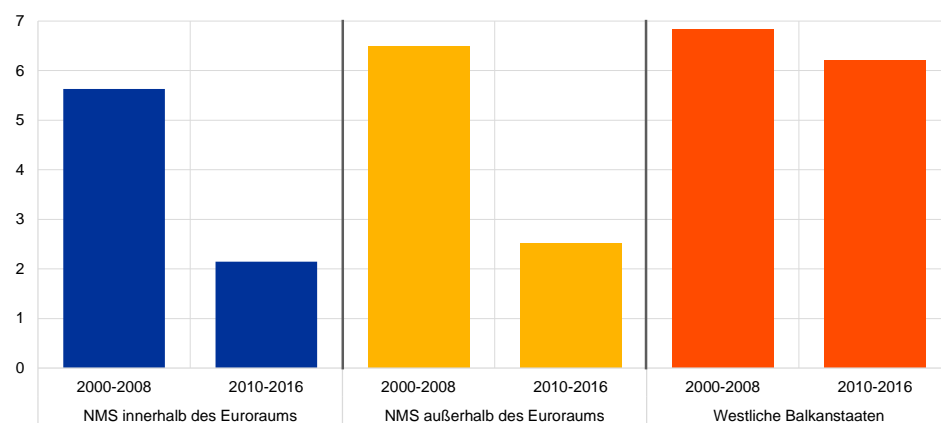
<sup>20</sup> Siehe B. Bakker und A.-M. Gulde, The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?, Working Paper des IWF, Nr. 10/130, 2010.

<sup>21</sup> Siehe beispielsweise X. Sala-i-Martin, I Just Ran Four Million Regressions, in: American Economic Review, Bd. 87(2), 1997, S. 178-183. Dem Autor zufolge haben Investitionen (außer in Ausrüstung) keine Auswirkungen auf das BIP-Wachstum, solange das Niveau der Gesamtinvestitionen berücksichtigt wird. Zugleich wird eine starke Verbindung zwischen Ausrüstungsinvestitionen und Wachstum bestätigt.

### Abbildung 8

Durchschnittliche ausländische Direktinvestitionszuflüsse in den Zeiträumen 2000 bis 2008 und 2010 bis 2016

(in % des BIP)



Quellen: FDI-Datenbank des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche (wiiw) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Bei den Angaben handelt es sich um Bruttozuflüsse.

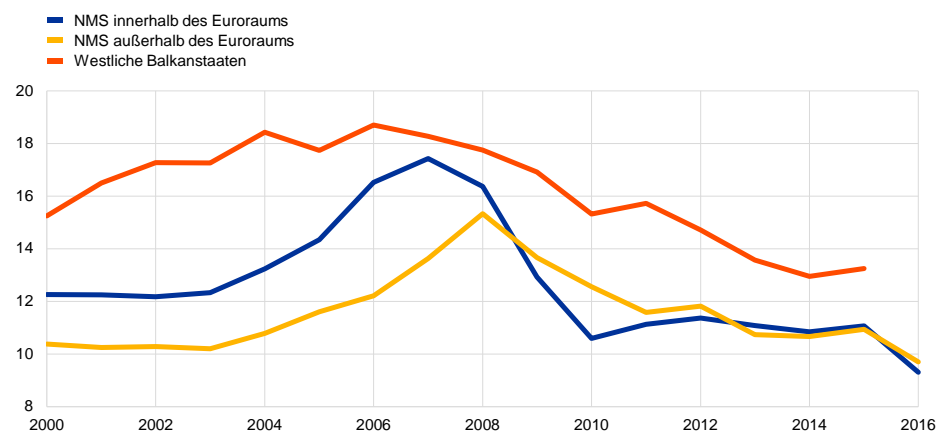
**Nach der Krise gingen die Investitionsraten spürbar zurück.** Ausschlaggebend hierfür waren ein langsames BIP-Wachstum, geringere Kapitalzuflüsse, eine Abkühlung der Bautätigkeit und ein schwächeres Kreditwachstum vor dem Hintergrund von Bemühungen des privaten Sektors zur Rückführung der im Vorfeld der Krise aufgebauten hohen Verschuldungsquoten. Infolgedessen waren nur wenige MOSOE-Länder in der Lage, Investitionsquoten von über 25 % des BIP beizubehalten, obwohl sie von einem umfangreicheren Zufluss von EU-Mitteln aus den Struktur- und Kohäsionsfonds profitierten, die in den neuen EU-Mitgliedstaaten seit etwa 2008 auf rund 1,0 % bis 1,5 % des BIP gestiegen sind.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Eine detailliertere Analyse der Rolle von EU-Mitteln findet sich in: Europäischer Investitionsfonds, Wind of change: Investment in Central, Eastern und South Eastern Europe, September 2017.

## Abbildung 9

### Durchschnitt der gesamten Wertschöpfung im Baugewerbe im Zeitraum 2000 bis 2016

(in % des BIP)



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Durchschnittswerte werden auf Basis der Länder berechnet, für die Daten vorliegen. Im Fall der westlichen Balkanstaaten zählen dazu Albanien, Mazedonien und Serbien. Bei den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums blieb nur Kroatien aufgrund nicht verfügbarer Daten unberücksichtigt.

**Grundsätzlich gilt: Je größer die Ersparnislücken vor der Krise waren, desto stärker wurden die Investitionsraten anschließend nach unten korrigiert.** Die sinkenden Investitionsraten rückten verstärkt in die Nähe der inländischen Sparquoten. Allerdings blieben in den westlichen Balkanstaaten erhebliche Ersparnislücken bestehen. Während Kapitalzuflüsse in konvergierende und kapitalarme Volkswirtschaften für das Wirtschaftswachstum und die Konvergenz von entscheidender Bedeutung zu sein scheinen, könnten sie in diesen Ländern auch zu Volatilität führen, insbesondere dann, wenn es sich dabei vorwiegend um Portfoliokapital oder Zuflüsse in den Bankensektor handelt statt um stabilere Finanzierungsquellen wie ausländische Direktinvestitionen. Somit ist die Schaffung eines günstigen Geschäftsumfelds wesentlich, um Direktinvestitionen anzuziehen und dadurch auf längere Sicht für eine nachhaltige Finanzierungsquelle für Investitionen zu sorgen.

### 3.3 Akkumulation von Arbeitskräften

**Seit dem Jahr 2000 waren nur einige Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas in der Lage, eine demografische Dividende zu erzielen.** Der Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung erhöhte sich zwar vor allem in den westlichen Balkanstaaten und in einzelnen neuen EU-Mitgliedstaaten (darunter Litauen, Polen und die Slowakei) und stützte damit das Wachstumspotenzial dieser Volkswirtschaften, in den baltischen Ländern, der Tschechischen Republik und Slowenien war er jedoch rückläufig. Vor diesem Hintergrund leistete der Faktor Arbeit im Zeitraum von 2000 bis 2014 in den MOSOE-Ländern im Schnitt einen geringeren Wachstumsbeitrag als in anderen rasch wachsenden Schwellenländern.

**Während die zugrunde liegende demografische Entwicklung insgesamt unterschiedlich verlaufen ist, haben sämtliche MOSOE-Länder große Auswanderungsströme hinnehmen müssen.**

In den neuen EU-Mitgliedstaaten kam es nach dem EU-Beitritt dieser Länder vermehrt zu Auswanderungen. Die Abwanderung von Arbeitskräften war in Südosteuropa besonders stark ausgeprägt – dies betraf sowohl die EU-Beitrittsländer als auch Nicht-Beitrittsländer –, wohingegen sie in Mittel- und Osteuropa sowie in den Staaten des Baltikums geringer, aber dennoch beträchtlich ausfiel. Vor allem junge und qualifizierte Arbeitskräfte wanderten in andere Länder aus, was negative Folgen für die Produktivität und die Einkommenskonvergenz mit sich brachte.<sup>23</sup>

**Was die Zukunft betrifft, so dürften die Herausforderungen im Zusammenhang mit dem sinkenden Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter angesichts der schneller alternden Bevölkerung zunehmen** (siehe Abbildung 10). Aktuelle Projektionen der Weltbank zufolge dürfte sich der Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung an der gesamten Bevölkerung in allen MOSOE-Ländern bis 2030 verringern. Eine solche Entwicklung könnte erhebliche Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben. Vor allem dürfte sie durch einen geringeren Arbeits-einsatz in der Produktion das Wirtschaftspotenzial unmittelbar negativ beeinflussen.<sup>24</sup>

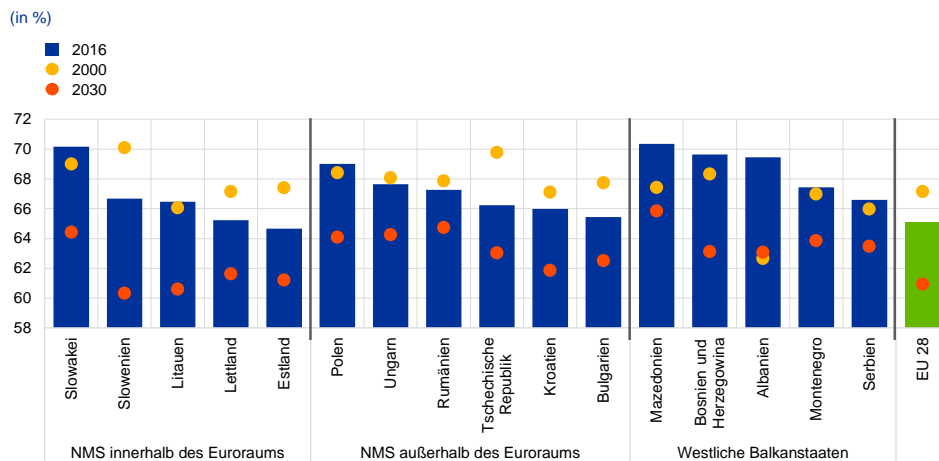
---

<sup>23</sup> Im Zeitraum von 2000 bis 2012 wanderten in den Ländern Südosteuropas mehr als 10 % der Bevölkerung (gemessen an den Bevölkerungszahlen 1990) ab, in den Ländern Mittel- und Osteuropas sowie in den baltischen Staaten etwa 5 %. Siehe hierzu R. Atoyán, L. Christiansen, A. Dizioli, C. Ebeke, N. Ilahi, A. Ilyina, G. Mehrez, H. Qu, F. Raeli, A. Rhee und D. Zakharova, *Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe*, Staff Discussion Note des IWF, SDN/16/07, 2016. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Abwanderung aus den MOSOE-Ländern zum Fachkräftemangel beigetragen und dadurch das Produktivitätswachstum abgeschwächt und die wirtschaftliche Annäherung an das EU-Niveau verlangsamt hat.

<sup>24</sup> Zugleich könnte die Alterung der Gesellschaft auch indirekte Effekte für das Wirtschaftswachstum mit sich bringen, und zwar durch ihren Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität, die Ersparnisbildung oder die Höhe und Struktur von Staatsausgaben, wengleich sich die Fachliteratur noch nicht einig ist über den genauen Mechanismus, mit dem sich die Bevölkerungsalterung auf diese Variablen auswirken kann. Außerdem dürfte die Alterung der Bevölkerung politische Reaktionen sowie Verhaltensveränderungen hervorrufen (z. B. im Hinblick auf die Ausgestaltung von Alterssicherungssystemen, Maßnahmen am Arbeitsmarkt, das Sparverhalten sowie Investitionen in Human- oder Sachkapital), deren Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität unklar ist.

**Abbildung 10**

Anteil der Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren an der Gesamtbevölkerung in den Jahren 2000, 2016 und 2030

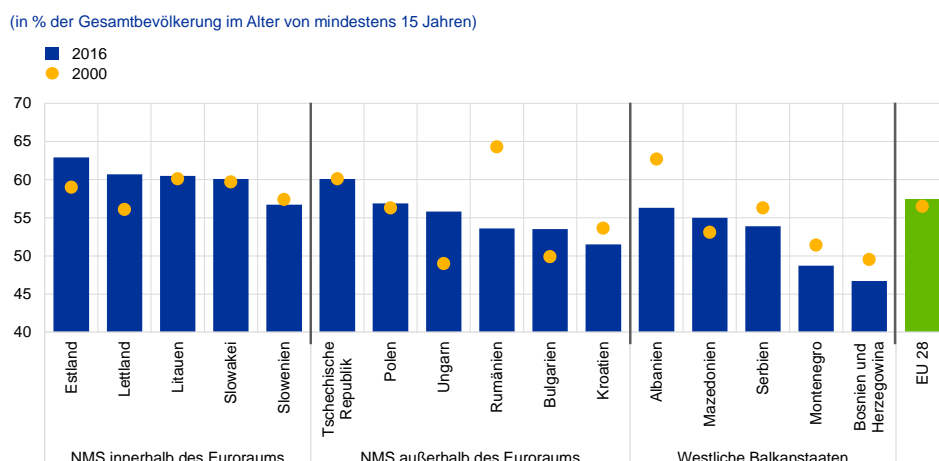


Quelle: World Development Indicators (WDI) der Weltbank.  
Anmerkung: Daten zum Kosovo sind in den Angaben für Serbien enthalten.

**Die potenziell negativen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung und Abwanderung auf den Arbeitsmarkt könnten durch eine höhere Erwerbsbeteiligung abgemildert werden.** Obwohl die Erwerbsquoten in den baltischen Ländern und einigen Staaten Mittel- und Osteuropas bereits vergleichsweise hoch sind, bleibt ein erheblicher Spielraum für eine höhere Erwerbsbeteiligung in Südosteuropa, insbesondere in den Ländern außerhalb der EU.<sup>25</sup> In diesen Ländern liegen die Erwerbsquoten im Schnitt 10 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der 28 EU-Länder, und in vielen Fällen sind sie seit 2000 gesunken (siehe Abbildung 11).

**Abbildung 11**

Erwerbsquote in den Jahren 2000 und 2016



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank, aufbereitet durch die Internationale Arbeitsorganisation.  
Anmerkung: Statistischer Bruch in Rumänien im Jahr 2002.

<sup>25</sup> Der Spielraum für eine höhere Erwerbsbeteiligung zeigt sich insbesondere bei einer Analyse der am stärksten benachteiligten Gruppen am Arbeitsmarkt (d. h. Frauen sowie junge und ältere Jahrgänge).

**Eine weitere Möglichkeit, die negativen Folgen des sinkenden Bevölkerungsanteils im erwerbsfähigen Alter für die Arbeitsmärkte abzuschwächen, wäre die Zuwanderung.** Trotz beträchtlicher Unterschiede zwischen den untersuchten Ländern ist die Zahl der Zuwanderer in Relation zur jeweiligen Bevölkerung in den meisten Ländern nach wie vor gering.<sup>26</sup> Wenngleich in einigen MOSOE-Ländern im Beobachtungszeitraum Zuwächse zu verzeichnen waren, kamen die Zuwanderer in erster Linie aus anderen weniger entwickelten Ländern der Region, die sich ihrerseits ebenfalls künftigen demografischen Herausforderungen gegenübersehen.<sup>27</sup> Darüber hinaus muss der Arbeitsmarkt Chancen bieten, um Zuwanderer anzuziehen, was aber in Ländern, die immer noch eine relativ hohe Arbeitslosigkeit verzeichnen (insbesondere die westlichen Balkanstaaten) eher nicht der Fall sein dürfte.

### 3.4 Triebfedern der totalen Faktorproduktivität

**Dieser Abschnitt beschäftigt sich mit den Faktoren, die einen spürbaren Einfluss auf die totale Faktorproduktivität in den mittel-, ost- und südost-europäischen Staaten gehabt haben könnten.** Die totale Faktorproduktivität ist eine Messgröße der Effizienz des Arbeits- bzw. Kapitaleinsatzes im Produktionsprozess und eine wichtige Bestimmungsgröße für nachhaltige Konvergenz. Es gibt zahlreiche Faktoren, die sich auf die Effizienz im Produktionsprozess auswirken können. In diesem Abschnitt wird der Einfluss von Wirtschaftsstruktur, Humankapital, Handelsoffenheit, externer Wettbewerbsfähigkeit und Innovation untersucht. Außerdem wird die grundlegende Rolle der institutionellen Qualität beleuchtet, die – wie bereits erwähnt – in der einschlägigen Fachliteratur zunehmend Beachtung findet.

#### 3.4.1 Wirtschaftsstruktur

**Da sich die einzelnen Wirtschaftssektoren in ihrem jeweiligen Produktivitätsniveau unterscheiden, wirkt sich die Struktur einer Volkswirtschaft unmittelbar auf die Gesamtproduktivität und das gesamtwirtschaftliche Wachstum aus.** In allen MOSOE-Ländern hat sich die Bedeutung des Dienstleistungs- und/oder Industriesektors seit dem Jahr 2000 erhöht, während die Landwirtschaft allmählich an Bedeutung verloren hat. Zugleich hat eine Umverteilung von Arbeitskräften aus dem landwirtschaftlichen Bereich in andere Wirtschaftszweige stattgefunden. Diese für aufholende Volkswirtschaften typische Umstrukturierung hat das Wachstum gestützt, da die Produktivität in der Landwirtschaft in der Regel geringer ist als in anderen Sektoren. In einigen Ländern fiel die Umstrukturierung besonders stark aus.

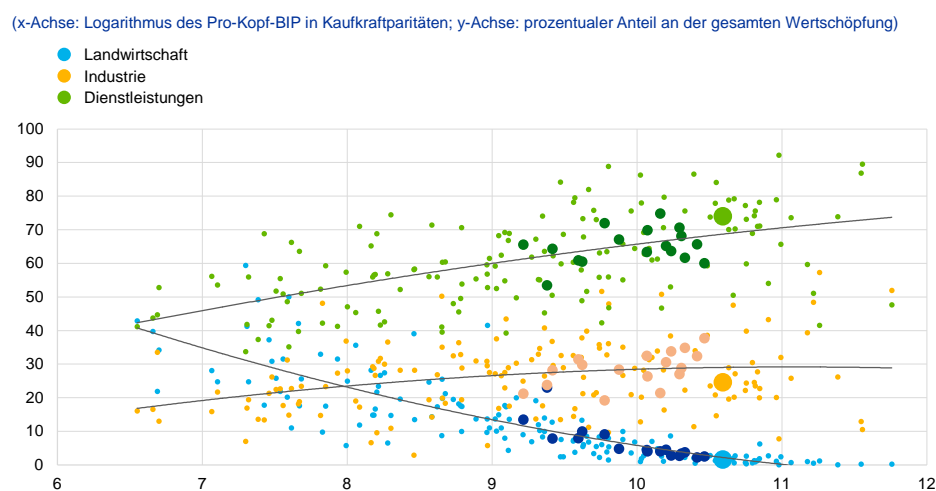
<sup>26</sup> Die Zuwanderungsquote liegt bei durchschnittlich 3,3 %, verglichen mit 10,6 % in den 28 EU-Ländern (berechnet als bevölkerungsgewichteter Durchschnitt der Länder auf Basis von Daten der Vereinten Nationen für 2015).

<sup>27</sup> So ist die stärkere Zuwanderungszahl in Slowenien seit 2000 in erster Linie auf Zuwanderer aus Bosnien und Herzegowina sowie aus Mazedonien zurückzuführen, während in Ungarn die meisten Zuwanderer aus Rumänien und Serbien stammen. Polen hat in den letzten Jahren eine beispiellose Zuwanderung aus der Ukraine verzeichnet.

So verringerte sich z. B. der Anteil der Landwirtschaft an der Gesamtbeschäftigung in Albanien von etwa 54 % im Jahr 2000 auf 42 % im Jahr 2016; in Rumänien sank er im selben Zeitraum von ungefähr 45 % auf 26 %, in Litauen von rund 19 % auf 9 %.

**In den MOSOE-Ländern mit dem höchsten Pro-Kopf-BIP scheint die Industrialisierung stärker vorangeschritten zu sein als in anderen Volkswirtschaften mit ähnlichem Entwicklungsstand** (siehe Abbildung 12). Die relativ starke Industrie in diesen Volkswirtschaften lässt sich möglicherweise mit der Reallokation von Produktionsleistung aus Westeuropa erklären, die durch hohe Direktinvestitionszuflüsse, eine zunehmende Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten, niedrigere Arbeitskosten und die geografische Nähe zu stärker fortgeschrittenen Volkswirtschaften der EU vorangetrieben wurde. Zugleich weisen allerdings auch einige mittel-, ost- und südosteuropäische Länder einen geringeren Industrialisierungsgrad auf, als ihr Pro-Kopf-BIP nahelegen würde. Dies ist insbesondere bei den Ländern des westlichen Balkans der Fall, wo die Landwirtschaft nach wie vor eine große Rolle spielt.

**Abbildung 12**  
 Anteil von Landwirtschaft, Industrie und Dienstleistungen an der gesamten Wertschöpfung in 170 Volkswirtschaften im Jahr 2016



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank und Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD).  
 Anmerkung: Die dunkleren Farben stellen die MOSOE-Staaten dar, die größten Punkte den Durchschnitt der EU 28. Bei 16 Ländern beziehen sich die Daten auf das Jahr 2015.

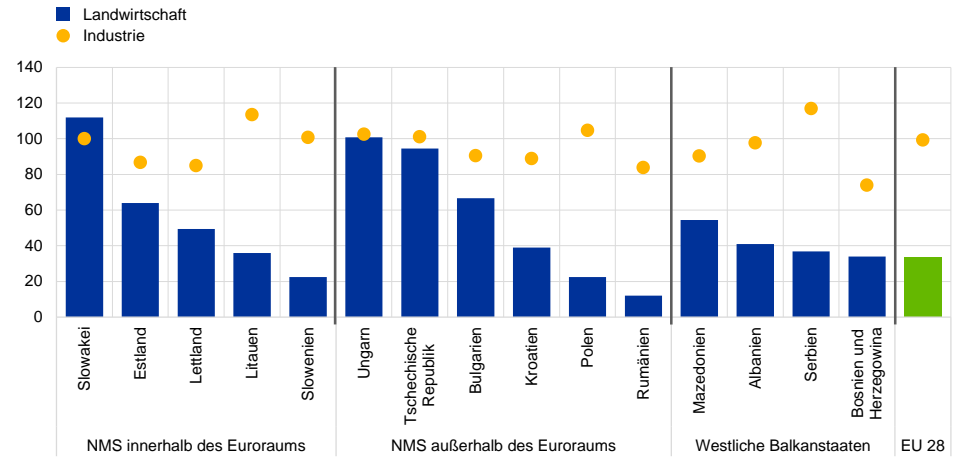
**Trotz der positiven Trends besteht in vielen MOSOE-Ländern noch erheblicher Spielraum für eine weitere Umverteilung von Arbeitskräften in Richtung Dienstleistungs- und Industriesektor.** Während der Anteil der Beschäftigten in der Landwirtschaft in einigen Staaten bereits auf das für fortgeschrittene Volkswirtschaften übliche niedrige Niveau gesunken ist (insbesondere in der Tschechischen Republik, Estland und der Slowakei), ist er andernorts (vor allem in Albanien und Rumänien) nach wie vor hoch und bremst die gesamtwirtschaftliche Produktivität (siehe Abbildung 13).



**Abbildung 13**

**Arbeitsproduktivität in der Industrie und Landwirtschaft im Jahr 2016**

(Index: Arbeitsproduktivität im Dienstleistungssektor = 100)



Quellen: World Economic Outlook des IWF, World Development Indicators (WDI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Das Kosovo und Montenegro sind wegen mangelnder Datenverfügbarkeit nicht berücksichtigt.

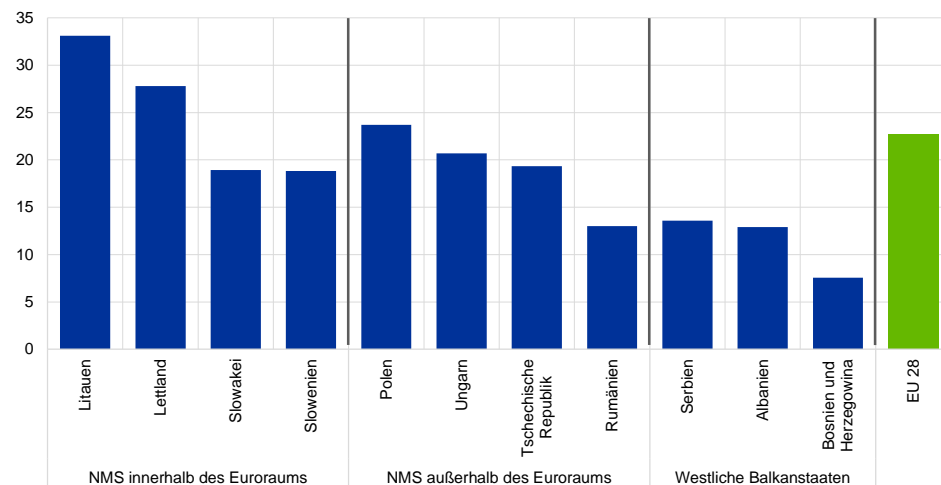
### 3.4.2 Humankapital

**Die Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas scheinen insgesamt ein recht hohes Humankapital aufzuweisen.** Humankapital ist zwar nicht direkt beobachtbar, lässt sich jedoch anhand von Variablen wie dem Prozentsatz der erwerbstätigen Bevölkerung mit einem höheren Bildungsabschluss oder Quoten der Beteiligung an Bildung schätzen. Die meisten MOSOE-Staaten schneiden anhand dieser Messgrößen im EU-Vergleich recht gut ab. So ist der Anteil der Bevölkerung, der mindestens über einen Bachelor-Abschluss verfügt, in Litauen, Lettland und Polen höher als im EU-Durchschnitt (siehe Abbildung 14). Die Länder des westlichen Balkans sowie einige EU-Mitgliedstaaten wie Rumänien liegen diesbezüglich hingegen nach wie vor weit zurück; hier ist der entsprechende Anteil weiterhin sehr niedrig. Die Einschreibungsraten an Hochschulen haben sich seit dem Jahr 2000 in allen MOSOE-Ländern erhöht. Dies lässt auf ein steigendes Humankapital in den jüngeren Generationen schließen, was die Produktivität und das Wirtschaftswachstum künftig vorantreiben könnte.

## Abbildung 14

### Anteil der Bevölkerung mit mindestens Bachelor- (oder gleichwertigem) Abschluss im Jahr 2015

(in % der Bevölkerung im Alter von mindestens 25 Jahren)



Quellen: World Development Indicators (WDI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es sind nicht für alle MOSOE-Länder Daten verfügbar. Die Daten zu Polen und Rumänien beziehen sich auf das Jahr 2014, die Daten zu Albanien auf 2012. Der EU-Durchschnitt wird auf Basis der Länder berechnet, für die Daten vorliegen.

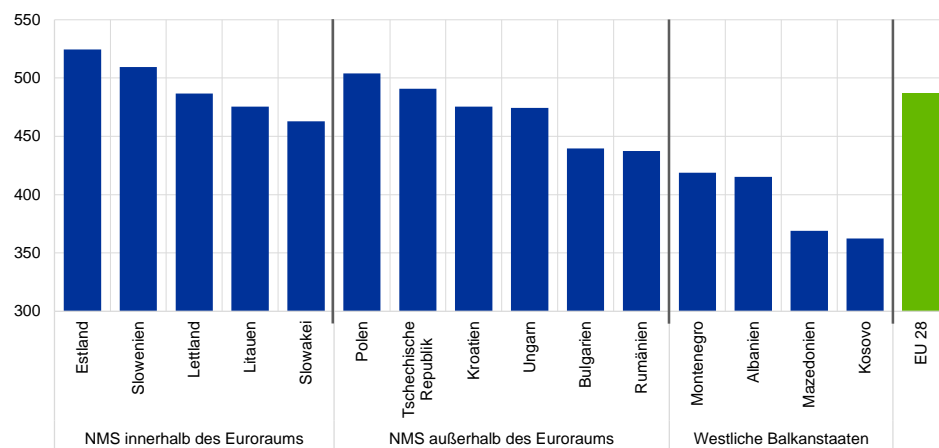
**In vielen mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern bestehen weiterhin Herausforderungen im Hinblick auf die Bildungsqualität sowie die Anpassung der Qualifikationen an den Arbeitsmarktbedarf.** So deuten die Ergebnisse der vom „Programme for International Student Assessment“ (PISA) durchgeführten Tests zur Evaluierung der Kompetenzen 15-jähriger Schülerinnen und Schüler in den Bereichen Mathematik, Lesen und Naturwissenschaften auf eine schlechtere Bildungsqualität im westlichen Balkan sowie in den bereits der EU angehörenden Ländern Südosteuropas hin (siehe Abbildung 15). Demgegenüber schneiden die Schülerinnen und Schüler in den baltischen Staaten sowie in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern vergleichsweise gut ab, was auf eine höhere Qualität der Bildung schließen lässt. Gleichzeitig ist die Abstimmung der Fähigkeiten und Kompetenzen auf die Anforderungen des Arbeitsmarkts in den meisten MOSOE-Ländern noch nicht ausreichend, was zu Inkongruenzen am Arbeitsmarkt führt und die Arbeitslosigkeit in die Höhe treibt, insbesondere in den Staaten des westlichen Balkans.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Siehe auch IWF, Central, Eastern, and Southeastern Europe: How to Get Back on the Fast Track, in: Regional Economic Issues, Mai 2016.

### Abbildung 15

Durchschnittliches Abschneiden in den Bereichen Mathematik, Lesen und Naturwissenschaften in der PISA-Studie 2015 (Alter 15 Jahre)

(höhere Werte bedeuten ein besseres Abschneiden)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

### 3.4.3 Handelsoffenheit und externe Wettbewerbsfähigkeit

**Der Außenhandel hat sich seit der Jahrtausendwende in fast allen Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas immer stärker geöffnet, was der Einkommenskonvergenz in diesen Volkswirtschaften zuträglich war.**<sup>29</sup> Die am stärksten fortgeschrittenen sowie die schnell aufholenden MOSOE-Länder (darunter die Tschechische Republik, Estland, Litauen, Slowenien und die Slowakei) zeichnen sich auch durch eine große Handelsoffenheit aus. Allerdings reicht ein hoher außenwirtschaftlicher Offenheitsgrad allein nicht unbedingt aus, um einen nachhaltigen Konvergenzprozess zu gewährleisten, vor allem wenn er nicht mit einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit einhergeht.

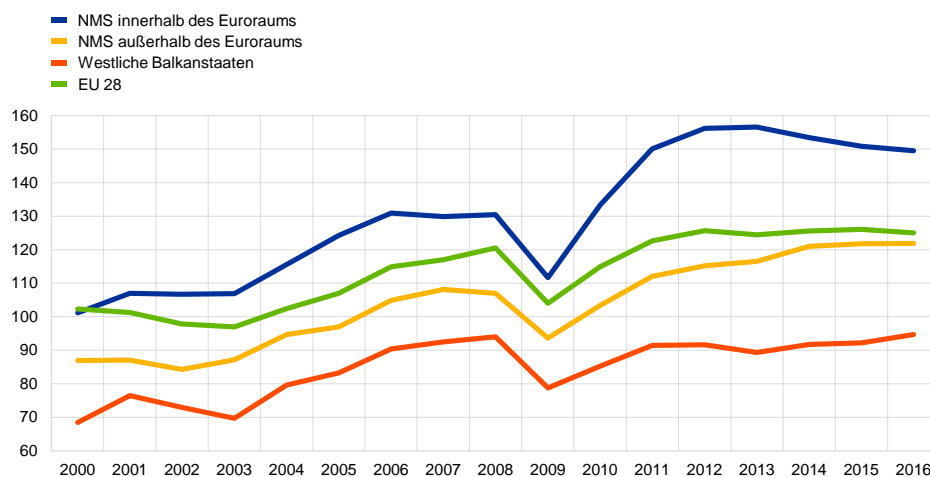
**Am stärksten hat sich der Handel seit der Jahrtausendwende in den MOSOE-Ländern des Eurogebiets geöffnet** (siehe Abbildung 16). In den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums nahm die Handelsoffenheit weniger stark zu, was allerdings auch der Größe dieser Volkswirtschaften geschuldet sein könnte. Im westlichen Balkan hat sich der Öffnungsgrad im Außenhandel indessen nur mäßig verbessert und liegt nach wie vor weit unter dem EU-Durchschnitt. In sämtlichen MOSOE-Ländern sind die Exporte schneller gewachsen als die Importe. Vor diesem

<sup>29</sup> Handelsoffenheit ermöglicht eine Umverteilung von Ressourcen in produktivere Sektoren. Außerdem fördert sie Innovationen und ermöglicht kleinen Volkswirtschaften den Zugang zu neuen Märkten. Ein zunehmender außenwirtschaftlicher Offenheitsgrad kann aber auch Herausforderungen mit sich bringen, indem er z. B. eine Verlagerung von Arbeitskräften aus mit Importen im Wettbewerb stehenden Sektoren bedingen kann und die Gefahr birgt, dass Länder in der Produktion von Waren und Dienstleistungen „gefangen“ werden, in denen sie komparative Wettbewerbsvorteile aufweisen, z. B. die Herstellung von Waren, die sich durch eine arbeitsintensive Produktion mit geringer Qualifikationsanforderung auszeichnen. Eine ausführliche Erörterung der Herausforderungen der Handelsoffenheit findet sich z. B. in F. Rodriguez und D. Rodrik, Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence, in: NBER Macroeconomics Annual 2000, Bd. 15, 2001, S. 261-338.

Hintergrund konnten fast alle neuen EU-Mitgliedstaaten ihre im Jahr 2000 verzeichneten Handelsdefizite bis 2016 in Handelsüberschüsse umwandeln. Die westlichen Balkanländer weisen jedoch nach wie vor erhebliche Außenhandelsdefizite auf, obwohl die Exporte seit 2000 allgemein stärker zugelegt haben als die Importe. Hohe Handelsdefizite sind zwar typisch für aufholende Volkswirtschaften – die üblicherweise auch Kapitalzuflüsse anziehen –, doch die großen Handelsungleichgewichte in einigen westlichen Balkanstaaten könnten auch auf eine schmale Produktionsbasis und eine allgemein schwache Wettbewerbsfähigkeit der Länder dieser Region hindeuten.

**Abbildung 16**  
Handelsoffenheit im Zeitraum 2000 bis 2016

(Summe der Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen in % des BIP)



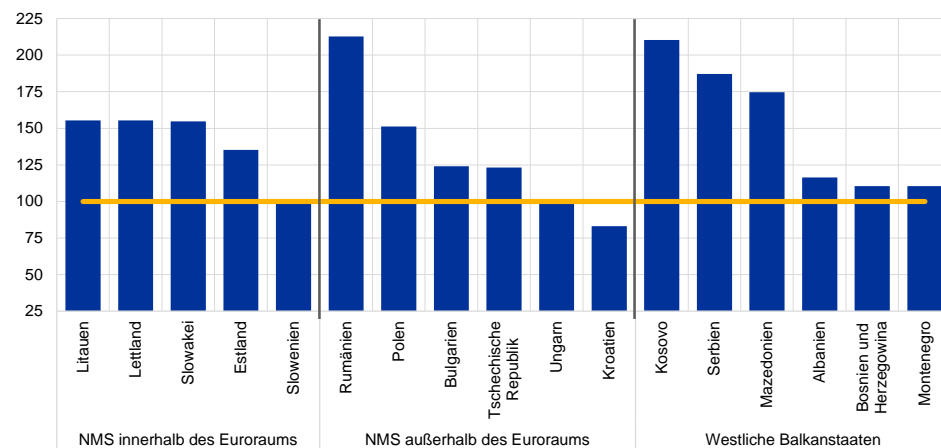
Quellen: World Economic Outlook des IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Daten zu Montenegro sind erst ab 2001 verfügbar.

**Die Anteile der MOSOE-Länder an den weltweiten Exporten – ein Indiz für die globale Wettbewerbsfähigkeit – haben sich weiterhin unterschiedlich entwickelt** (siehe Abbildung 17). So konnten Rumänien, Serbien und Mazedonien ihre Anteile an den globalen Warenexporten erheblich ausbauen, wenngleich mitunter ausgehend von der Position einer relativ geschlossenen Volkswirtschaft mit niedrigem Exportniveau. In den baltischen Staaten hingegen zogen die Exporte in den Jahren vor der globalen Finanzkrise 2008-2009 kräftig an, wobei sich dieser Aufwärtstrend anschließend wieder abschwächte. Ungarn weist zwar einen der höchsten außenwirtschaftlichen Öffnungsgrade auf, hat seinen Anteil an den globalen Exporten aber nicht steigern können, was darauf hindeutet, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit des Landes wenig verbessert hat. Der wichtigste Exportmarkt der MOSOE-Staaten ist traditionell die EU, auf die im Durchschnitt 70 % der Warenausfuhren entfallen. Allerdings haben sich die Exportziele in den letzten zehn Jahren zunehmend diversifiziert, und der Handel innerhalb der Region hat zugenommen.

### Abbildung 17

#### Veränderung der Anteile an den weltweiten Exporten im Zeitraum 2004 bis 2016

(Index: 2004 = 100)



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

Anmerkung: Aufgrund fehlender Daten zu einigen Ländern der Stichprobe wurde das Jahr 2004 als Basisjahr gewählt.

**Was die Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit betrifft, so schneiden die meisten Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas vielfach schlechter ab als der EU-Durchschnitt, wenngleich sich die Werte in den vergangenen zehn Jahren verbessert haben** (siehe Abbildung 18). In dieser

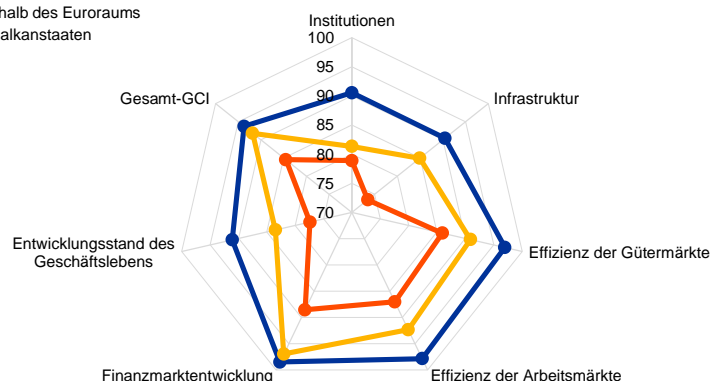
Hinsicht bestehen nach wie vor große Unterschiede zwischen den einzelnen MOSOE-Ländern. Allgemein scheint die Region aber vor allem Schwächen in Bezug auf die Qualität der Infrastruktur, den Entwicklungsstand des Geschäftslebens und den institutionellen Bereich aufzuweisen. Besonders schwach fallen die Messgrößen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit in den westlichen Balkanstaaten aus. Dies ist vor allem für die Länder problematisch, in denen verhindert wird, dass der nominale Wechselkurs die nationale Entwicklung angemessen widerspiegeln oder zur Wiederherstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit beitragen kann.

## Abbildung 18

### Global Competitiveness Index für den Zeitraum 2017 bis 2018

(Index: Durchschnitt der EU 28 = 100)

- NMS innerhalb des Euroraums
- NMS außerhalb des Euroraums
- Westliche Balkanstaaten



Quellen: Global Competitiveness Index des Weltwirtschaftsforums und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Global Competitiveness Index (GCI) wird anhand von 12 Teilindikatoren berechnet, von denen sechs in der Abbildung dargestellt sind. Höhere Werte bedeuten ein besseres Abschneiden.

#### 3.4.4 Innovation

**Innovation ist eine fundamentale Bestimmungsgröße des Wettbewerbs an globalen Märkten für Produkte mit höherem Wertschöpfungsanteil und somit entscheidend für eine erfolgreiche Konvergenz hin zu stärker fortgeschrittenen Volkswirtschaften.** Einkommensschwache Länder können eine rasche Aufholentwicklung vollziehen, indem sie (über Investitionsgüterimporte oder ausländische Direktinvestitionen) Kapital und Arbeitskräfte akkumulieren und Technologien und Know-how einführen. Für eine nachhaltige Konvergenz muss aber auch eine Verlagerung von arbeitsintensiver Fertigung in Richtung innovativerer und technologisch fortschrittlicherer Produktion gelingen. Ohne einen solchen Strukturwandel laufen die Länder Gefahr, in der Falle der mittleren Einkommen gefangen zu bleiben (siehe Kasten 3). Für die MOSOE-Länder – sowohl jene, die der EU angehören, als auch die aktuellen und potenziellen Beitrittskandidaten – ist eine Verbesserung der Innovationskraft (und Produktivität) auch mit Blick auf die europäische Integration und die Wettbewerbsfähigkeit im europäischen Binnenmarkt von entscheidender Bedeutung.

**Während einigen mittel-, ost- und südosteuropäischen Staaten in den letzten Jahren im Hinblick auf die Innovationsstärke eine allmähliche Annäherung an das Niveau der EU gelungen ist, erzielten andere keine Fortschritte oder sind sogar etwas zurückgefallen.** Zieht man die Anzahl der Patentanträge pro Million Einwohner als Näherungswert heran, zeigt sich, dass sich die Innovationskraft der baltischen Staaten, Polens und Sloweniens seit dem Jahr 2000 beträchtlich verbessert hat.<sup>30</sup> Die heterogene Entwicklung der MOSOE-Länder auf diesem

<sup>30</sup> Auf Basis von Daten der World Intellectual Property Organization.

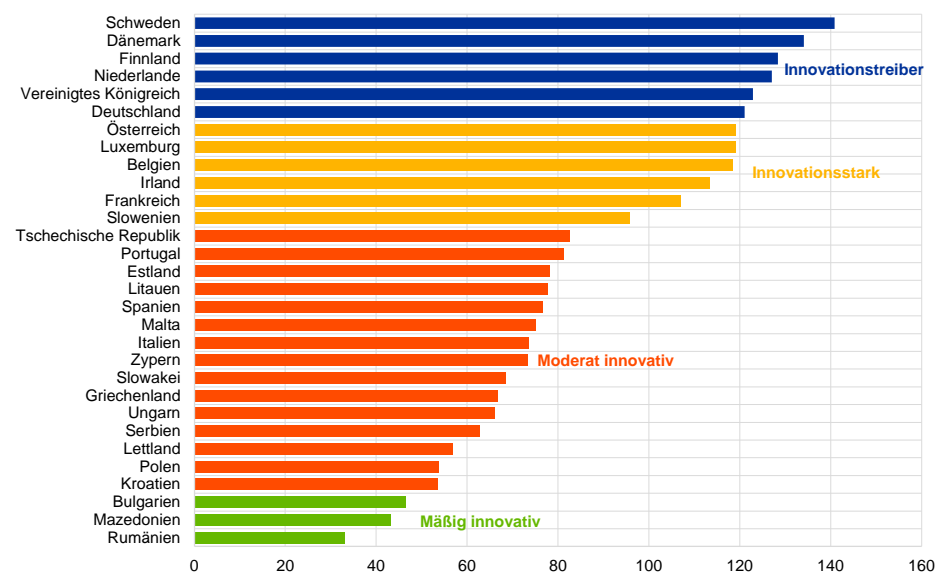
Gebiet macht deutlich, dass Innovationszugewinne nicht automatisch erfolgen und womöglich das Ergreifen innovationsfördernder Maßnahmen erfordern.

**In den meisten MOSOE-Ländern – insbesondere in Südosteuropa – ist in Bezug auf die Innovationsstärke nach wie vor erheblicher Verbesserungsspielraum vorhanden.** Im European Innovation Scoreboard, einer Ratingskala, in der Volkswirtschaften anhand einer Reihe von Messgrößen nach Innovationskraft eingestuft werden, wird lediglich Slowenien als innovationsstark bewertet, die meisten MOSOE-Länder hingegen als moderat innovativ und einige – überwiegend südosteuropäische – Länder nur als mäßig innovativ (siehe Abbildung 19). Punkten können die MOSOE-Volkswirtschaften mit ihren Humanressourcen und einem grundsätzlich innovationsfreundlichen Gesamtumfeld (typischerweise in Mittel- und Osteuropa sowie in den baltischen Staaten). Schwächen bestehen indes in Bezug auf die Forschungsqualität, die Innovationsstärke der kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) hinsichtlich Produkten, Prozessen, Marketing und Organisation, die Verbindungen zwischen innovativen KMUs und Forschung wie auch zwischen privatem und öffentlichem Sektor sowie das Niveau an geistigem Kapital (z. B. gemessen an der Anzahl von Patentanträgen).

### Abbildung 19

European Innovation Scoreboard 2016 für die MOSOE-Länder und andere europäische Volkswirtschaften

(in % des Durchschnitts der EU 28)



Quelle: European Innovation Scoreboard der Europäischen Kommission.  
Anmerkung: Es liegen nicht zu allen MOSOE-Ländern Daten vor.

### Kasten 3

#### Die Falle der mittleren Einkommen

---

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo und Paul König

Seit den 1960er-Jahren haben es nur einige wenige Volkswirtschaften geschafft, eine nachhaltige Konvergenz des realen Pro-Kopf-BIP von einem niedrigen/mittleren hin zu einem hohen Einkommensniveau zu erreichen (hierzu zählen Hongkong, Irland, Japan, Südkorea, Singapur und Taiwan). Viele Länder mit niedrigem Einkommensniveau konnten zwar ein mittleres, aber kein hohes Niveau erreichen, was Anlass zu einer Diskussion über die sogenannte Falle der mittleren Einkommen gab. Dahinter steht die Annahme, dass Volkswirtschaften nach Erreichen eines mittleren Einkommensstatus einen langsameren Wachstumspfad verfolgen, was sie daran hindert, höhere Einkommen zu erzielen. Diese Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ist oftmals unter anderem mit einer ungünstigen demografischen Entwicklung und einem Rückgang der Investitionsraten – ausgehend von einem hohen Niveau – verbunden, wobei Letzteres auf eine zu starke Abhängigkeit des BIP-Wachstums von der Kapitalbildung zu Beginn des Aufholprozesses hindeutet. Bei Ländern mit mittlerem Einkommensniveau, die ein höheres Humankapital aufweisen und deren Exporte einen relativ großen Anteil von High-Tech-Produkten beinhalten, ist eine solche Wachstumsverlangsamung weniger wahrscheinlich.<sup>31</sup>

Die Falle der mittleren Einkommen lässt sich in der Regel daran erkennen, dass der zu Beginn erzielte Vorsprung einer aufholenden Volkswirtschaft verloren geht, sobald ein bestimmter Entwicklungsstand erreicht ist. So können einkommensschwache Länder in einer frühen Phase des Aufholprozesses recht einfach ein kräftiges BIP-Wachstum erzielen, indem sie die Arbeitskosten gering halten (und damit an den globalen Märkten in Bezug auf die Fertigung arbeitsintensiver Produkte sehr wettbewerbsstark sind), Arbeitskräfte aus produktivitätsschwachen in produktivitätsstarke Branchen umverteilen (z. B. aus der Landwirtschaft in das verarbeitende Gewerbe) und fortgeschrittene Technologien importieren. Sobald jedoch die Löhne ein internationales Niveau erreicht haben (was die externe Wettbewerbsfähigkeit behindert) und die sektorale Umverteilung von Arbeitskräften weitgehend abgeschlossen ist, können weitere Produktivitäts- und Wachstumszuwächse nur mittels einer Verlagerung der arbeitsintensiven Produktion hin zu einer innovativeren und technologisch weiter fortgeschrittenen Produktion erreicht werden. Da eine solche Verlagerung – auch nachdem das Land ein mittleres Einkommensniveau erreicht hat – weiterhin schwierig ist, schaffen es viele Länder nicht, die Konvergenz weiter voranzutreiben.<sup>32</sup>

Die Analyse einer größeren Anzahl von Ländern über einen längeren Zeitraum hinweg zeigt jedoch, dass die Belege für die Hypothese der Falle der mittleren Einkommen uneinheitlich sind (siehe Abbildung). Obwohl seit 1960 nur einige wenige Länder mit mittlerem Einkommensniveau in die hohe Einkommenskategorie aufholen konnten, gelang es doch vielen davon, zu den am stärksten entwickelten Volkswirtschaften aufzuschließen.

---

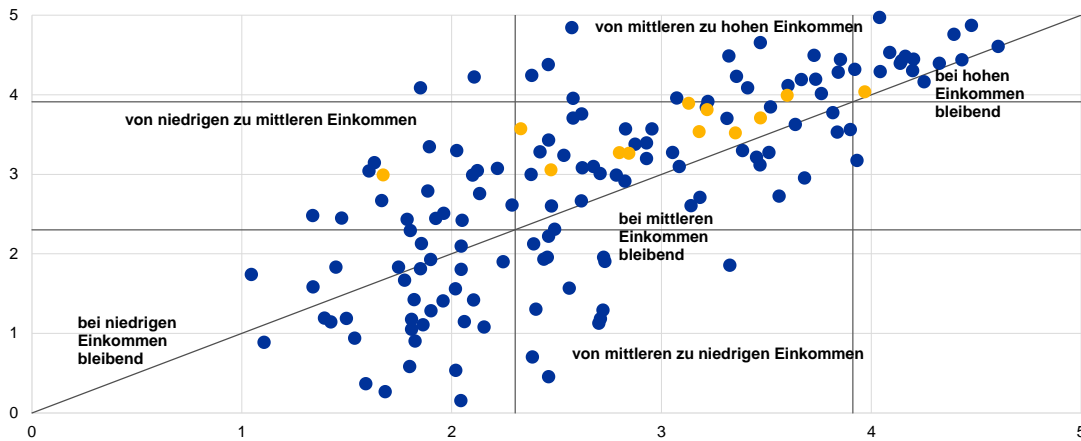
<sup>31</sup> Die Verlangsamung beginnt in der Regel, sobald die Länder ein Pro-Kopf-BIP in Höhe von 10 000-11 000 USD und 15 000-16 000 USD in Kaufkraftparitäten (Stand: 2005) aufweisen. Siehe B. Eichengreen, D. Park und K. Shin, *When Fast-Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China*, Working Paper des NBER, Nr. 16919, 2011, sowie B. Eichengreen, D. Park und K. Shin, *Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap*, Working Paper des NBER, Nr. 18673, 2013.

<sup>32</sup> Siehe etwa P. R. Agénor, O. Canuto und M. Jelenic, *Avoiding Middle-Income Growth Traps*, *Economic Premise*, Nr. 98, Weltbank, 2012.



## Pro-Kopf-BIP 1960 und 2016 in 147 Ländern

(Logarithmus des Pro-Kopf-BIP in Relation zu den Vereinigten Staaten im Jahr 1960 (x-Achse) bzw. im Jahr 2016 (y-Achse))



Quellen: Maddison Project Database (2018) sowie J. Bolt, R. Inklaar, H. de Jong und J. L. van Zanden, Rebasing 'Maddison': new income comparisons and the shape of long-run economic development, Groningen Growth and Development Centre Research Memorandum, Bd. GD-174, 2018.  
Anmerkung: Ein „mittleres Einkommen“ entspricht laut einer willkürlichen Definition einem Wert zwischen 10 % und 50 % des Pro-Kopf-BIP der Vereinigten Staaten. Die gelben Punkte stellen MOSOE-Länder dar, für die Daten verfügbar sind. Siehe etwa P. R. Agénor, O. Canuto und M. Jelenic, Avoiding Middle-Income Growth Traps, Economic Premise, Nr. 98, Weltbank, 2012.

Einige MOSOE-Länder (z. B. Litauen, Polen und Rumänien) befinden sich seit dem Jahr 2000 in einem besonders raschen Aufholprozess, und nichts deutet auf eine Verlangsamung hin. Zugleich hatten andere der EU angehörende MOSOE-Länder Schwierigkeiten, sich an den Durchschnitt der 28 EU-Länder – über das bis 2008 erzielte Maß hinaus – anzunähern. Diese heterogene Entwicklung legt nahe, dass sich offenbar bei einem Teil der MOSOE-Länder die Hypothese der Falle der mittleren Einkommen ausschließen lässt (zumindest ihren bisherigen Erfahrungen zufolge), während sich in anderen Fällen nach Erreichen eines bestimmten Einkommensniveaus eine Verlangsamung des Annäherungsprozesses bemerkbar macht.<sup>33</sup>

### 3.4.5 Institutionelle Qualität

**Die Qualität der institutionellen Strukturen gilt bei langfristiger Betrachtung als wesentlicher Bestimmungsfaktor des Wirtschaftswachstums und der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung der einzelnen Länder.**<sup>34</sup> So ist auch

innerhalb der Gruppe der MOSOE-Länder eine enge Korrelation zwischen der Qualität der Institutionen und dem Pro-Kopf-BIP zu beobachten. Institutionen sind zwar endogen – d. h., sie sind von der Gesellschaft bestimmt und können sich somit als Funktion des Einkommens der Gesellschaft entwickeln –, doch ihre Qualität

<sup>33</sup> Hier ist zu erwähnen, dass es in unterschiedlichen Entwicklungsstadien zu einer Verlangsamung kommen kann. So handelt es sich bei einigen MOSOE-Staaten, bei denen sich der Konvergenzprozess verlangsamt, bereits um Länder mit hohem Einkommensniveau (gemäß Klassifizierung durch die Weltbank). Die Faktoren, die eine weitere Konvergenz behindern, können jedoch dieselben sein wie bei Ländern, denen ein mittleres Einkommensniveau attestiert wird. Außerdem sind die Schwellenwerte für die Einkommensklassifizierung bis zu einem gewissen Grad willkürlich.

<sup>34</sup> Zur Bedeutung der Institutionen im Konvergenzprozess und für das Wirtschaftswachstum siehe Kasten 2 im vorliegenden Aufsatz.

verbessert sich nicht zwangsläufig automatisch im Zuge der fortschreitenden wirtschaftlichen Entwicklung.

**Die in den letzten Jahrzehnten erfolgten Veränderungen der institutionellen Qualität der MOSOE-Länder müssen vor dem Hintergrund des Übergangs von Planwirtschaften zu Marktwirtschaften betrachtet werden.** Dieser Wandel ging in den meisten neuen EU-Mitgliedstaaten relativ rasch vonstatten und vollzog sich insbesondere zu Beginn der 1990er-Jahre. Im westlichen Balkan verlief er jedoch deutlich langsamer, was vor allem der verzögerten Umsetzung von Reformen im „verlorenen Jahrzehnt“ nach den Jugoslawien-Kriegen geschuldet war. Aus diesem Grund erreichten die meisten westlichen Balkanstaaten beim Übergang von Plan- zu Marktwirtschaft – gemessen an den Transformationsindikatoren der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE) – erst Anfang bis Mitte der 2000er-Jahre einen einigermaßen fortgeschrittenen Stand bei der Privatisierung und Preisliberalisierung. In einigen Bereichen (vor allem Wettbewerbspolitik und Corporate Governance) sind noch weitere Marktreformen erforderlich.

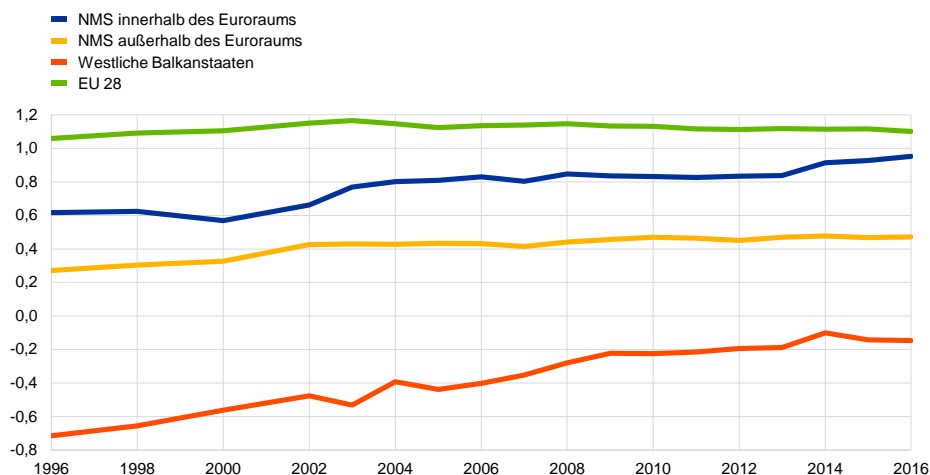
**Begleitet wurde der Übergang der Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas von Plan- zu Marktwirtschaften durch wachstumsförderliche Veränderungen ihrer Institutionen.** So waren in den letzten Jahrzehnten vielfach beträchtliche Verbesserungen in Bereichen wie Korruptionskontrolle, Rechtsstaatlichkeit, wirksames Regierungshandeln und Regulierungsqualität zu verzeichnen. Die größten Sprünge machten einige Länder im westlichen Balkan – wenn auch ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau – sowie die Staaten, die bereits dem Euroraum beigetreten waren.

**In den meisten MOSOE-Staaten liegt die Qualität der Institutionen jedoch nach wie vor merklich unter dem EU-Durchschnitt.** Dies ist vor allem im westlichen Balkan der Fall, wo die institutionelle Qualität (unter anderem) aufgrund einer höheren Korruption, schwächeren Rechtsstaatlichkeit und niedrigeren Regulierungsqualität noch besonders gering ist, während das Geschäftsumfeld weitgehend durch Schwächen bei der Vertragsdurchsetzung, Insolvenzabwicklung und Eigentums-eintragung belastet wird. Beachtenswert ist zudem, dass die seit Mitte der 1990er-Jahre verzeichnete Verbesserung der Governance-Indikatoren in den nicht dem Eurogebiet angehörenden neuen EU-Mitgliedstaaten in den letzten Jahren offenbar stagnierte – anders als in den MOSOE-Ländern, die dem Euroraum beigetreten sind (siehe Abbildung 20).

## Abbildung 20

### Worldwide Governance Indicators (Delivery Index)

(synthetischer Index auf Grundlage der Durchschnittswerte von vier Teilindikatoren)



Quellen: Worldwide Governance Indicators (WGI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

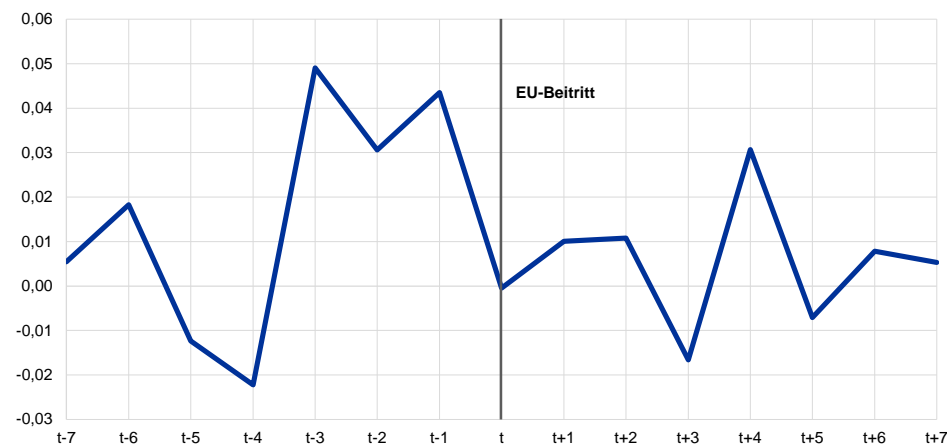
Anmerkung: Der WGI Delivery Index wird berechnet als einfacher Durchschnitt der Teilindikatoren Regulierungsqualität, wirksames Regierungshandeln, Korruptionskontrolle und Rechtsstaatlichkeit. Ein höherer Indexwert bedeutet ein besseres Abschneiden in Bezug auf die institutionelle Qualität.

**Der EU-Beitritt stellt einen wichtigen Anker für institutionelle Reformen dar.** In Abbildung 21 wird ersichtlich, dass neue EU-Mitgliedstaaten in den Jahren vor ihrem Beitritt die stärksten Bemühungen zur Verbesserung der institutionellen Qualität unternahmen und im Anschluss vielfach nur noch begrenzte Fortschritte erzielten; dies gilt insbesondere für die Länder, die nicht dem Euro-Währungsgebiet beigetreten sind. In diesen Ländern könnten gezielte Bemühungen zur Stärkung der institutionellen Qualität nicht nur die reale Konvergenz vorantreiben, sondern wären auch der Einhaltung der Maastricht-Kriterien für den Eintritt in die Währungsunion zuträglich. Zu diesen Kriterien zählen Preisstabilität und eine solide Finanzpolitik, um das langfristige Wachstum und die gesamtwirtschaftliche Stabilität zu stützen und die Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Schocks zu stärken.

## Abbildung 21

Durchschnittliche jährliche Veränderung der Worldwide Governance Indicators (Delivery Index) in neuen EU-Mitgliedstaaten verglichen mit dem Jahr des EU-Beitritts

(höhere Werte bedeuten ein besseres Abschneiden)



Quellen: Worldwide Governance Indicators (WGI) der Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der WGI Delivery Index wird berechnet als einfacher Durchschnitt der Teilindikatoren Regulierungsqualität, wirksames Regulierungshandeln, Korruptionskontrolle und Rechtsstaatlichkeit.

**Die MOSOE-Länder, die dem Euro-Währungsgebiet angehören, haben ihre positive Reformdynamik auch in den vergangenen Jahren insgesamt beibehalten.** Dadurch hat sich die Qualität der Institutionen dieser Länder dem EU-Durchschnitt angenähert. Dies ist eine positive Entwicklung, da eine bessere institutionelle Qualität mit günstigeren Wachstumsaussichten einhergeht und starke Institutionen für eine nachhaltige Konvergenz unentbehrlich sind.

**Auch für den EU-Beitrittsprozess der westlichen Balkanstaaten ist die institutionelle Qualität ein entscheidender Faktor.** Diese Länder müssen die Qualität ihrer Institutionen weiter verbessern – nicht nur, um günstige Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum zu schaffen, sondern auch, um die Kopenhagener Kriterien für den EU-Beitritt zu erfüllen. So brauchen die Länder unter anderem stabile Institutionen, die Demokratie und Rechtsstaatlichkeit, eine funktionierende Marktwirtschaft sowie die Fähigkeit, dem Wettbewerbsdruck und den Marktkräften innerhalb der Union standzuhalten, gewährleisten können. Die Aussicht auf einen EU-Beitritt könnte in diesen Ländern wiederum als Anker für eine Reformdynamik dienen, die der Verbesserung der institutionellen Qualität zuträglich ist, so wie dies auch in den bereits der EU angehörenden MOSOE-Ländern im Vorfeld des jeweiligen Beitritts der Fall war.

## 4 Schlussbemerkungen

**In Bezug auf das Pro-Kopf-BIP konnten sich die Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas im betrachteten Zeitraum (d. h. seit 2000) an den EU-Durchschnitt annähern.** Dies hat ihnen deutliche Wohlfahrtsgewinne beschert und stellt eine positive Entwicklung im Hinblick auf die wirtschaftliche und monetäre Integration mit und innerhalb der EU dar. Allerdings hat sich der Konvergenzprozess in den einzelnen Ländern unterschiedlich schnell vollzogen.

**Die meisten der EU angehörenden MOSOE-Staaten legen ein hohes Konvergenztempo vor, und in einigen liegt das Pro-Kopf-BIP inzwischen nahe am Durchschnitt der EU 28.** In dieser Hinsicht stellt der EU-Beitritt einen wichtigen Anker im Konvergenzprozess dar, vor allem in den Jahren vor dem jeweiligen Beitritt. Die schnellsten Konvergenzfortschritte erzielten einige Länder, die dem Euroraum beigetreten sind (vor allem die baltischen Staaten und die Slowakei), sowie einige nicht dem Euroraum angehörende EU-Mitgliedstaaten wie Polen. Die Staaten im westlichen Balkan mit Aussicht auf einen EU-Beitritt haben im Durchschnitt ein langsames Konvergenztempo vorgelegt, und ihr Einkommensniveau liegt nach wie vor deutlich unter dem der EU-Volkswirtschaften. In fast allen MOSOE-Ländern verlief der Aufholprozess vor der globalen Finanzkrise der Jahre 2008-2009 dynamischer und verlangsamte sich nach der Krise zumeist vor dem Hintergrund eines schwächeren Wachstums der totalen Faktorproduktivität und einer geringeren Kapitalakkumulation.

**Die mittel-, ost- und südosteuropäischen Länder, in denen die Konvergenz am schnellsten vorangeschritten ist, weisen bestimmte gemeinsame Merkmale auf.** Erstens haben sie die Qualität ihrer Institutionen größtenteils erheblich verbessert. Zweitens haben sie ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit im Zuge einer zunehmenden Handelsöffnung und Innovationskraft gestärkt. Drittens verzeichneten die meisten dieser Länder eine relativ günstige demografische Entwicklung oder einen signifikanten Anstieg der Erwerbsbeteiligung. Außerdem war in den Volkswirtschaften mit dem schnellsten Konvergenztempo auch eine sehr deutliche Steigerung des Humankapitals zu beobachten, sofern dieses nicht ohnehin bereits zu den höchsten der Region zählte. Auch die Investitionsraten waren hier höher als in den übrigen MOSOE-Staaten.

**Was die weitere Entwicklung betrifft, so stehen den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas im Konvergenzprozess noch einige Herausforderungen bevor.**

So gilt es unter anderem, die Qualität der Institutionen weiter zu verbessern, die Wirtschaft stärker auf eine innovativere Produktion auszurichten, die Investitionen wiederzubeleben und ihre Nachhaltigkeit sicherzustellen sowie die Implikationen der Bevölkerungsalterung in Angriff zu nehmen. Wenngleich einige dieser Herausforderungen schwieriger mittels gezielter politischer Maßnahmen zu bewältigen sind als andere, sollten sie doch im Bestreben, den Aufholprozess an den Stand in der EU fortzusetzen und eventuell sogar zu beschleunigen, allesamt im Blick der nationalen Politik stehen.

## 2 Die Auswirkungen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors auf die Märkte für Unternehmensanleihen und auf die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite und Lia Vaz Cruz

*Im vorliegenden Aufsatz werden die Auswirkungen des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) auf die Märkte für Unternehmensanleihen und auf die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum untersucht. Dabei wird deutlich, dass das CSPP zu einer erheblichen Lockerung der Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet geführt hat. Ablesbar ist dies unter anderem an einem Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen, verbesserten Angebotsbedingungen am Primärmarkt für Unternehmensanleihen sowie an einem Anstieg der Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen, die keinen Zugang zu anleihebasierten Finanzierungsmitteln haben. Durch die operative Struktur des CSPP, insbesondere durch die Flexibilität und Anpassungsfähigkeit des Programms, werden etwaige potenziell negative Einflüsse auf die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensanleihen minimiert.*

### 1 Einleitung

**Das CSPP ist Teil des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und zielt darauf ab, die Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft zu verbessern.**

Ganz allgemein besteht das CSPP darin, dass das Eurosystem auf Euro lautende Investment-Grade-Anleihen, die von im Euroraum ansässigen Nichtbanken (also nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Versicherungsgesellschaften) begeben wurden, ankauft. Das Programm unterstützt Unternehmen im gesamten Euro-Währungsgebiet beim Zugang zu Krediten, bei der Ankurbelung ihrer Investitionen sowie bei der Schaffung von Arbeitsplätzen; hierdurch wird auch das allgemeine Wirtschaftswachstum gefördert. Dies ist eine Grundvoraussetzung dafür, dass die Inflation auf einen Wert von mittelfristig unter, aber nahe 2 % zurückkehrt und sich auf diesem Niveau stabilisiert.

**Nach der Ankündigung des CSPP am 10. März 2016 wurde am 8. Juni 2016 mit dem Ankauf von Wertpapieren begonnen.** Zum Zeitpunkt der Bekanntgabe war die jährliche Teuerung nach dem HVPI im Euroraum geringfügig negativ und das Wachstum des realen BIP relativ schwach, mit im Ausblick abwärtsgerichteten Risiken. Im März 2016 beschloss der EZB-Rat eine Reihe von Maßnahmen zur Verfolgung seines Preisstabilitätsziels, darunter a) eine weitere Senkung der EZB-Leitzinsen (der Zinssatz für die Einlagefazilität wurde um 10 Basispunkte von -0,3 % auf -0,4 % herabgesetzt), b) eine neue Serie von vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) ab Juni 2016 mit einer Laufzeit von jeweils vier Jahren, c) eine Ausweitung des monatlichen Netto-Ankaufvolumens des APP von

60 Mrd € auf 80 Mrd € und d) das CSPP. Dieses umfangreiche Maßnahmenpaket stellte darauf ab, die zwischen den verschiedenen Instrumenten entstehenden Synergieeffekte auszuschöpfen. Die Kalibrierung des Programms sollte die Finanzierungsbedingungen weiter lockern, die Ausreichung neuer Kredite ankurbeln und dadurch die wirtschaftliche Erholung fördern sowie die Rückkehr der Inflation auf unter, aber nahe 2 % beschleunigen.

Auf seiner Sitzung vom 26. Oktober 2017, auf der die Maßnahmen neu kalibriert wurden, bestätigte der EZB-Rat, dass die Ankäufe im Rahmen des APP bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen sollen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit einer Wiederherstellung der Preisstabilität im Einklang steht. Darüber hinaus rechnet das Eurosystem nach Aussage des EZB-Rats damit, dass das Ankaufvolumen der drei Programme für den privaten Sektor (Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP), Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP) und CSPP) beträchtlich bleiben wird. Derzeit beläuft sich der Buchwert der CSPP-Bestände des Eurosystems auf rund 150 Mrd €. Das entspricht etwa 6 % des gesamten APP.

**Die Ankauffähigkeit im Rahmen des CSPP erstreckt sich auf eine breite Palette an Unternehmensanleihen und umfasst auch kleinere Emissionen.** Das Eurosystem erwirbt sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt Wertpapiere, die von Unternehmen (ohne Banken) begeben wurden. Für den Ankauf kommen nur solche Papiere in Betracht, die auch für die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems als Sicherheiten zugelassen sind. Das bedeutet, dass sie auf der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems mindestens über eine Bonitätsbeurteilung der Kreditqualitätsstufe 3 verfügen müssen (dies entspricht einem besten langfristigen Rating einer externen Ratingagentur von mindestens BBB-, also einer Investment-Grade-Bewertung). Die im Rahmen des CSPP ankauffähigen Wertpapiere müssen nicht nur von der EZB als notenbankfähige Sicherheiten zugelassen sein, sondern sie müssen zudem auf Euro lauten,<sup>35</sup> zum Ankaufzeitpunkt eine Restlaufzeit von mindestens sechs Monaten und höchstens 31 Jahren aufweisen und von einem nichtfinanziellen Unternehmen mit Sitz im Eurogebiet emittiert worden sein. Von Kreditinstituten begebene Wertpapiere sind nicht ankauffähig. Dadurch, dass die Ankauffähigkeit von Wertpapieren im CSPP nicht an ein Mindestemissionsvolumen gebunden ist, wird sichergestellt, dass auch Anleihen kleiner Unternehmen, die häufig nur in geringem Umfang Schuldverschreibungen begeben, angekauft werden können. Der Erwerb von Schuldverschreibungen mit negativer Rendite bis Fälligkeit ist ebenfalls zulässig, solange diese zum Zeitpunkt des Ankaufs über dem Zinssatz für die Einlagefazilität liegt. Für die Ankäufe des Eurosystems gilt eine emissionsbezogene Obergrenze von 70 % je Wertpapier.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Auf Fremdwährungen lautende Wertpapiere werden vorübergehend ebenfalls als notenbankfähige Sicherheiten akzeptiert.

<sup>36</sup> In besonderen Fällen gelten niedrigere Obergrenzen, etwa bei Papieren, die von öffentlichen Unternehmen begeben wurden. Diese werden gemäß dem Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) behandelt. In Bezug auf öffentliche Unternehmen ist das Eurosystem an das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gemäß Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) gebunden.



**Im vorliegenden Aufsatz werden die Auswirkungen des CSPP auf die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum und der Einfluss des Programms auf die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensanleihen sowie auf die dort vorherrschenden Liquiditätsverhältnisse untersucht.** In Abschnitt 2 wird der Effekt des CSPP auf die Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet analysiert, indem die Wirkung des CSPP auf a) die Spreads von Unternehmensanleihen, b) die Anleiheemission am Primärmarkt, c) die Kapitalstruktur der gebietsansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und d) die Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Unternehmen allgemein beleuchtet werden. Abschnitt 3 untersucht den Einfluss des CSPP auf die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensanleihen im Eurogebiet. In Abschnitt 4 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung

### 2.1 Einfluss auf die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

**Die Entwicklung der Renditeabstände zwischen Unternehmensanleihen und risikofreien Anleihen liefert wichtige Informationen über die Wirkung des CSPP.** Eine Analyse der Spreads von Unternehmensanleihen ermöglicht eine isolierte Beurteilung des Effekts des CSPP auf die Kosten, die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bei der Finanzierung über den Anleihemarkt entstehen. Zugleich dürften die anderen von der EZB im März 2016 angekündigten geldpolitischen Sondermaßnahmen über eine Senkung des Niveaus der risikofreien Zinsen zu einer Verringerung der Unternehmensanleiherenditen beigetragen haben.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen haben sich seit Bekanntgabe des CSPP im März 2016 stetig verringert** (siehe Abbildung 1).<sup>37</sup> Im Jahr vor der Ankündigung hatten sich die Abstände deutlich ausgeweitet. Die anschließende Verengung ist ein erster Hinweis darauf, dass sich die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften infolge der im März 2016 gefassten Beschlüsse verbessert haben. Zudem haben sich die Spreads nicht nur bei CSPP-fähigen Wertpapieren verringert, sondern auch bei Anleihen, die nicht für den Ankauf im Rahmen dieses Programms infrage kommen (beispielsweise Bankanleihen, Hochzinsanleihen und Anleihen mit nicht zugelassener Kuponstruktur<sup>38</sup>). Dies ist auf Übertragungseffekte des CSPP sowie allgemeiner auf das APP und auf andere geldpolitische Maßnahmen zurückzuführen. Da die Renditen und Spreads der vom

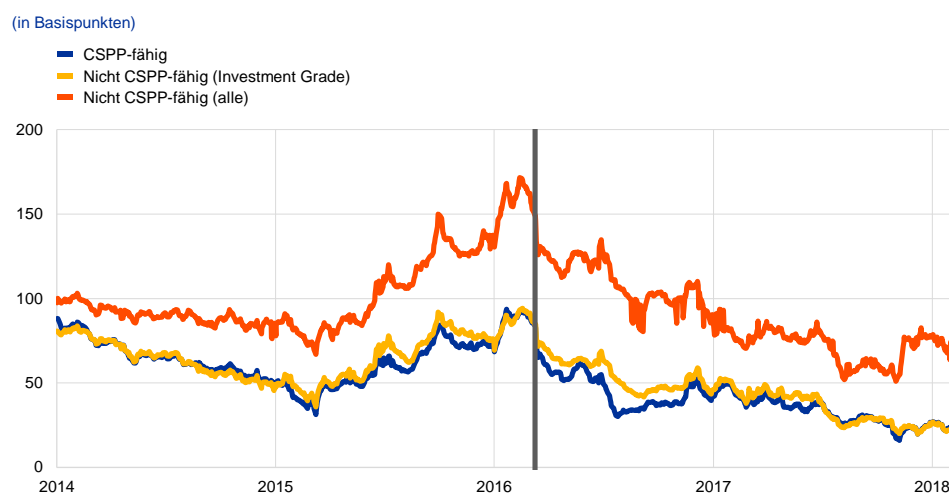
<sup>37</sup> Der Renditeabstand von Unternehmensanleihen bemisst sich anhand des Zero-Volatility-Spread (Z-Spread); dieser bezeichnet die Differenz zur EURIBOR-Kurve, die zur Diskontierung eines vorab festgelegten Cashflow erforderlich ist. Der Z-Spread hängt in erster Linie von der Bonität des Emittenten ab und ist ökonomisch vergleichbar mit dem Spread der Rendite bis Fälligkeit von Anleihen.

<sup>38</sup> Anleihen mit einer Kuponstruktur, die im Ermessen des Emittenten liegt, sind nicht ankauffähig. Im Rahmen des CSPP können nur Anleihen mit einer Kuponstruktur erworben werden, die der Emittent während der gesamten Laufzeit des Vermögenswerts nicht nach Belieben ändern kann (dies betrifft sowohl vergangene als auch künftige Änderungen).



Eurosystem erworbenen Papiere sinken, besteht für Anleger ein Anreiz, ihre Portfolios zugunsten von Vermögenswerten mit ähnlichen Risikomeerkmalen, aber der Aussicht auf höhere Erträge umzuschichten.

**Abbildung 1**  
**Renditeabstände von CSPP-fähigen und nicht CSPP-fähigen**  
**Unternehmensanleihen**



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: In den Indizes sind nur vorrangige unbesicherte Anleihen enthalten. Die vertikale Linie markiert die Ankündigung des CSPP am 10. März 2016. Die Spreads von Unternehmensanleihen werden anhand des Z-Spread gemessen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Februar 2018.

**Einer ökonomischen Untersuchung zufolge ist ein erheblicher Teil des seit März 2016 verzeichneten Rückgangs der Renditeabstände auf das CSPP zurückzuführen.** Unter Berücksichtigung anderer Determinanten der Unternehmensanleihespreads, insbesondere des anleihe-spezifischen Kreditrisikos, lässt die empirische Evidenz darauf schließen, dass das CSPP in der Zeit vom 10. März 2016 bis Ende Dezember 2017 – verglichen mit dem Zeitraum vom 1. April 2015 bis zum 9. März 2016, also der Zeit vor dem CSPP –<sup>39</sup> bei ankauffähigen Wertpapieren zu einem Rückgang der Renditedifferenz um durchschnittlich 25 Basispunkte, bei nicht ankauffähigen Anleihen aus dem Investment-Grade-Bereich um 10 Basispunkte und bei allen nicht ankauffähigen Papieren zusammengenommen um 20 Basispunkte führte. Was die ankauffähigen Titel betrifft, so ist die seit der Ankündigung des Programms zu beobachtende Verkleinerung der Spreads fast vollständig dem CSPP zuzuschreiben (siehe Abbildung 2).<sup>40</sup> Eine kontrollierte Ereignisstudie<sup>41</sup> mit Schwerpunkt auf den beiden Wochen nach der Bekanntgabe

<sup>39</sup> Vor dem 1. April 2015 übte das PSPP den größten Einfluss auf die Vermögenspreise aus. Daher konzentriert sich die ökonomische Analyse auf den Zeitraum danach.

<sup>40</sup> Die Ergebnisse basieren auf einer Paneldatenanalyse, in der die (logarithmierten) Spreads von einzelnen in der EU begebenen und auf Euro lautenden Unternehmensanleihen täglich für den Zeitraum von April 2015 bis Dezember 2017 in ihre Bestimmungsfaktoren disaggregiert werden. Das anleihe-spezifische Kreditrisiko und andere Laufzeitprämien werden anhand von anleihe-spezifischen zeitvariablen Ratings, Kuponsätzen, ausstehenden Beträgen und Unternehmensmerkmalen wie der Entfernung zur Ausfallsschwelle geschätzt. Faktoren der aggregierten Nachfrage werden über länderspezifische zeitfixe Effekte und sektorenspezifische fixe Effekte berücksichtigt.

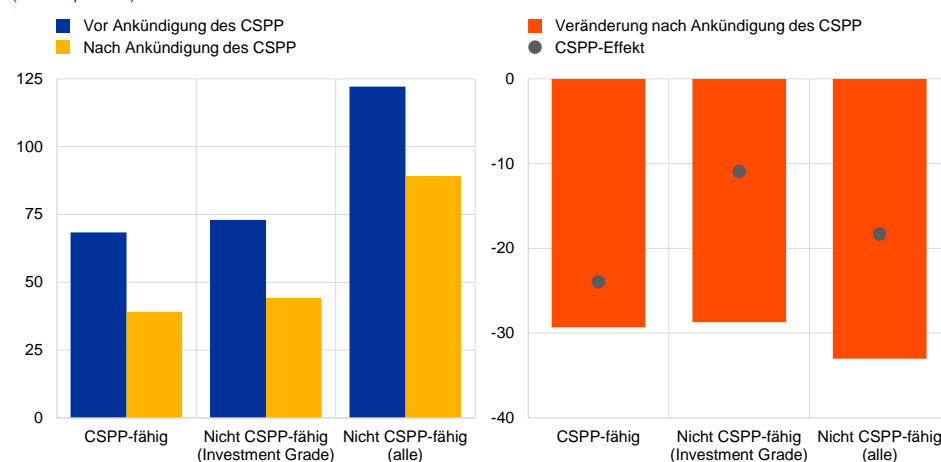
<sup>41</sup> Siehe EZB, Der Markt für Unternehmensanleihen und das EZB-Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

des CSPP stützt diese Ergebnisse. Die Studie legt den Schluss nahe, dass für den Rückgang der Unternehmensanleihe-spreads in diesem Zeitraum zu großen Teilen die Ankündigung des CSPP verantwortlich war. Darüber hinaus fiel die Verringerung der Spreads in diesen zwei Wochen bei ankauffähigen Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften stärker aus als bei nicht CSPP-fähigen Bankanleihen. Analog dazu gingen die Spreads von nicht ankaufbaren Hochzinsanleihen zwar absolut betrachtet stärker zurück,<sup>42</sup> verglichen mit dem Niveau vor der Ankündigung des Programms verringerten sie sich jedoch in relativer Rechnung weniger stark als ankauffähige Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Andere Studien, die den Fokus auf den Primärmarkt für Anleihen<sup>43</sup> und den Markt für Kreditausfallswaps (CDS-Markt)<sup>44</sup> legen, kommen zu ähnlichen Ergebnissen.

## Abbildung 2

### Renditeabstände von Unternehmensanleihen vor und nach Ankündigung des CSPP

(in Basispunkten)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Indizes sind nur vorrangige unbesicherte Anleihen enthalten. In der linken Grafik veranschaulichen die blauen Balken die durchschnittlichen Spreads in der Zeit vom 1. April 2015 bis zum 9. März 2016 und die gelben Balken die durchschnittlichen Spreads in der Zeit vom 10. März 2016 bis zum 31. Dezember 2017. Die Spreads von Unternehmensanleihen werden anhand des Z-Spread gemessen.

### Da sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen seit März 2016 verkleinert haben, sind auch die Kreditrisikoprämien für Anleihen des Bankensektors und für hochverzinsliche Anleihen von nichtfinanziellen Unternehmen gesunken.

Im Gegensatz dazu liegt die Anleihenüberschussprämie – definiert als modellgestützte Abweichung der Spreads von Unternehmensanleihen vom historischen Muster unter Berücksichtigung des jeweiligen Risikoprofils –<sup>45</sup> für CSPP-fähige Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Investment-Grade-

<sup>42</sup> Siehe N. Abidi und I. Miquel-Flores, [Who benefits from the corporate QE? A regression discontinuity design approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2145, April 2018.

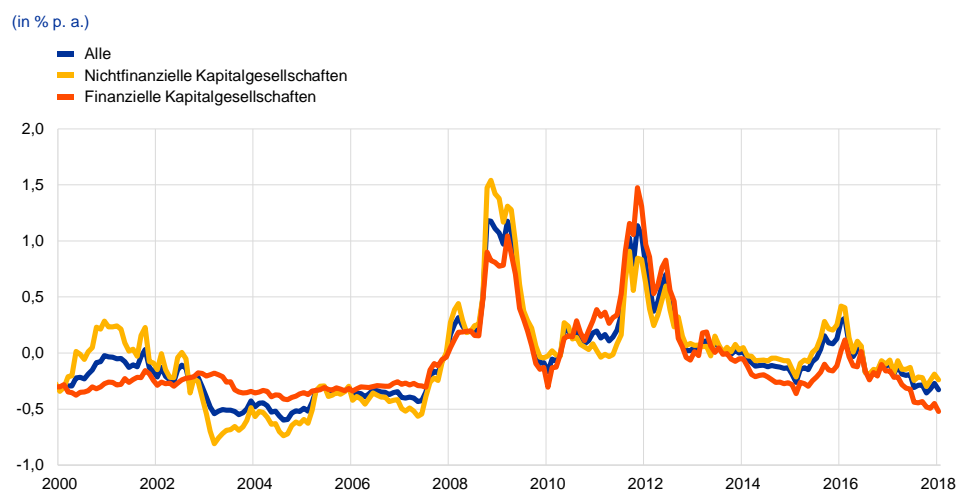
<sup>43</sup> Siehe A. Zaghini, [The CSPP at work: yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel](#), Working Paper der Banca d'Italia, Nr. 1157, Dezember 2017.

<sup>44</sup> Siehe S. Cecchetti, [A quantitative analysis of risk premia in the corporate bond market](#), Working Paper der Banca d'Italia, Nr. 1141, Oktober 2017.

<sup>45</sup> Siehe R. De Santis, [Credit spreads, economic activity and fragmentation](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1930, Juli 2016.

Segment zwar unter ihrem historischen Durchschnitt, aber doch deutlich über dem vor der weltweiten Finanzkrise verzeichneten Rekordtief (siehe Abbildung 3).

**Abbildung 3**  
Anleihenüberschussprämien im Euroraum nach Sektoren



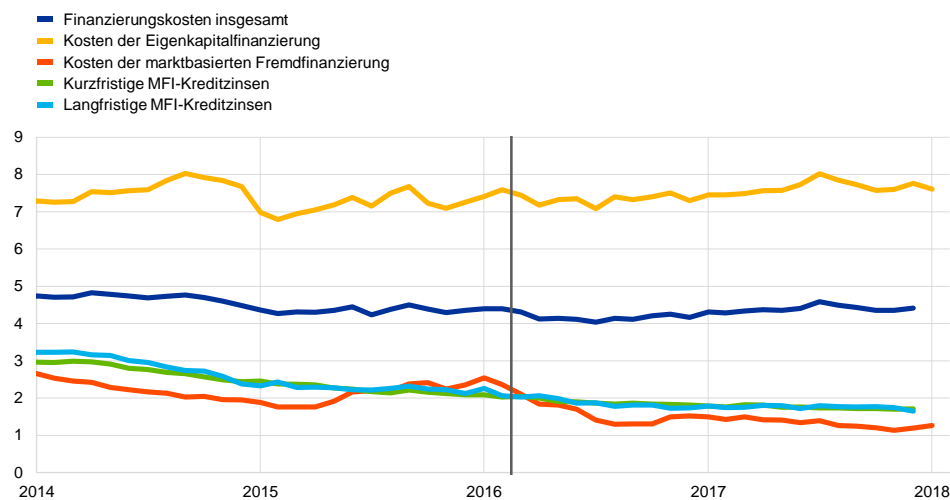
Quellen: Thomson Reuters, Merrill Lynch und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Bei der Anleihenüberschussprämie handelt es sich um die Abweichung der Unternehmensanleihe-spreads vom Kreditrisiko des Emittenten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Januar 2018.

**Über den beabsichtigten Effekt auf die Renditeabstände von Unternehmensanleihen hinaus scheint das CSPP auch eine weiterreichende Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehabt zu haben** (siehe Abbildung 4). Der geschätzte Spreadrückgang bei Unternehmensanleihen, der direkt auf das CSPP zurückzuführen ist, impliziert nur eine Verringerung der gewichteten durchschnittlichen Finanzierungskosten um wenige Basispunkte, da der Markt für Schuldverschreibungen lediglich 19,2 % der ausstehenden Schulden der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und 10,6 % ihres Außenfinanzierungsvolumens ausmacht. Allerdings sollte nicht nur die direkte spreadverringende Wirkung des CSPP betrachtet werden, sondern auch der indirekte Effekt des Programms auf andere Elemente der Finanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Eine indirekte Messgröße für die Erfassung der Finanzierungskosten von Unternehmen sind die Indizes der finanziellen Rahmenbedingungen (Financial Conditions Indices – FCIs). Darin werden Informationen über die künftige Wirtschaftslage, die aus aktuellen Finanzvariablen hervorgehen, gebündelt. Empirische Analysen deuten darauf hin, dass die FCIs stark von Veränderungen der Unternehmensanleihe-spreads beeinflusst werden, sogar in Fällen, in denen die Spreads selbst gar nicht Teil des FCI sind (siehe Abbildung 5).<sup>46</sup>

<sup>46</sup> Es werden zwei verschiedene FCIs betrachtet, der Goldman-Sachs-FCI und ein FCI, der als gewichteter Durchschnitt aus dem einjährigen Overnight Index Swap (OIS), dem Zehnjahres-OIS, dem nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber 38 Handelspartnern und dem marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Aktienindex gebildet wird. Die auf Vektorautoregression (VAR) beruhenden Gewichte werden aus kumulierten Impulsantworten der HVPI-Teuerung auf einen Schock abgeleitet, der jede der vier Finanzvariablen trifft, und weist einen Horizont von zwölf Monaten auf. Die Daten stammen aus VARs, die jeweils einen der Indikatoren sowie eine Reihe von makroökonomischen Kontrollvariablen enthalten.

## Abbildung 4 Nominale Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

(in % p. a.)

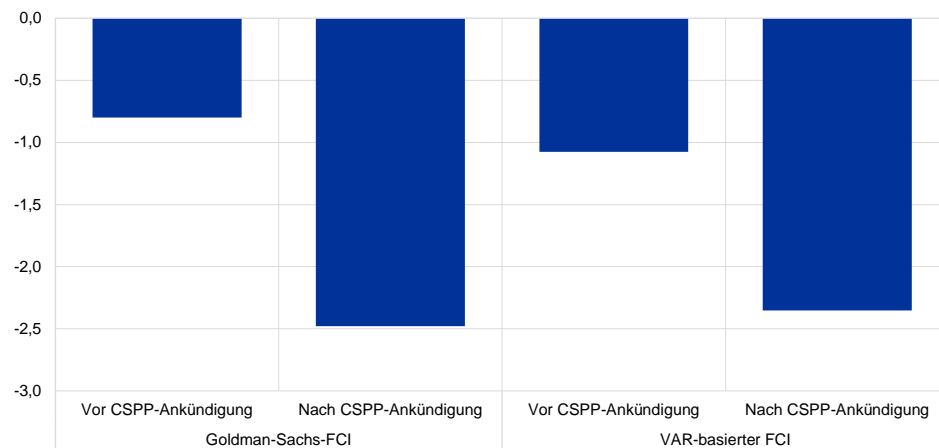


Quellen: Thomson Reuters, Merrill Lynch und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert die Ankündigung des CSPP am 10. März 2016. Die jüngsten Angaben zu den Kreditzinsen der monetären Finanzinstitute (MFIs) beziehen sich auf November 2017. Die jüngsten Daten zu den Kosten der Eigenkapitalfinanzierung und der marktbasierter Fremdfinanzierung beziehen sich auf Dezember 2017.

## Abbildung 5 Zusammenhang zwischen einem Rückgang des Renditeabstands von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 50 Basispunkte und standardisierten FCIs

(generalisierte Impuls-Antwort-Folge, Standardabweichung)



Quellen: Bloomberg, iBoxx, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die generalisierten Impuls-Antwort-Folgen stammen aus einer täglichen bivariaten VAR mit Unternehmensanleihe-spreads und zwei verschiedenen FCIs. Die generalisierten Impuls-Antwort-Folgen zeigen den unmittelbaren Schock, der von den Unternehmensanleihe-spreads ausgeht. Die FCIs werden über die Zeiträume der Teilstichproben standardisiert. „Vor CSPP-Ankündigung“ bezieht sich auf den Zeitraum vom 1. Juni 2014 bis zum 9. März 2016. „Nach CSPP-Ankündigung“ bezieht sich auf den Zeitraum vom 10. März 2016 bis zum 7. Februar 2018.

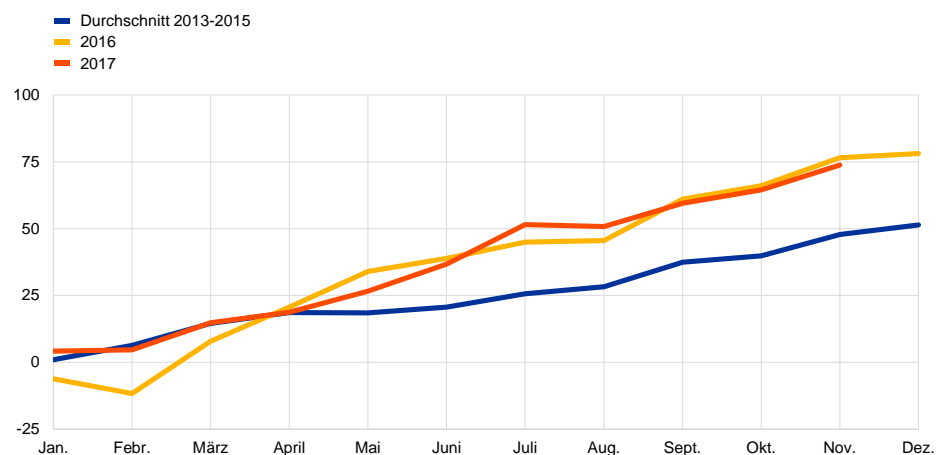
## 2.2 Auswirkungen des CSPP auf die Emission von Unternehmensanleihen

**Das CSPP scheint am Primärmarkt für Unternehmensanleihen – insbesondere bei Emittenten, deren Wertpapiere für einen Ankauf im Rahmen des CSPP infrage kommen – zu einer Verbesserung der Angebotsbedingungen beigetragen zu haben.** Die Nettoemission nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zog unmittelbar nach der Ankündigung des CSPP im März 2016 an. Seither ist sie dynamischer als in den Jahren zuvor (siehe Abbildung 6). Dieser Trend ist besonders bei Unternehmen in Frankreich und den Niederlanden, aber auch in Italien zu beobachten (siehe Abbildung 7). Auch auf Bruttobasis blieb die Emission auf relativ wenige Länder konzentriert. So ist seit Bekanntgabe des CSPP vor allem bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und den Niederlanden ein Anstieg der Wertpapieremission zu beobachten.<sup>47</sup> Im Gegensatz dazu begeben Banken, deren Anleihen im Rahmen des CSPP nicht angekauft werden können, und die – anders als nichtfinanzielle Unternehmen – Zugang zu den GLRGs haben, weniger Schuldverschreibungen.

### Abbildung 6

Nettoemission von auf Euro lautenden langfristigen Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum

(in Mrd € kumulierte monatliche Ströme)



Quelle: EZB.

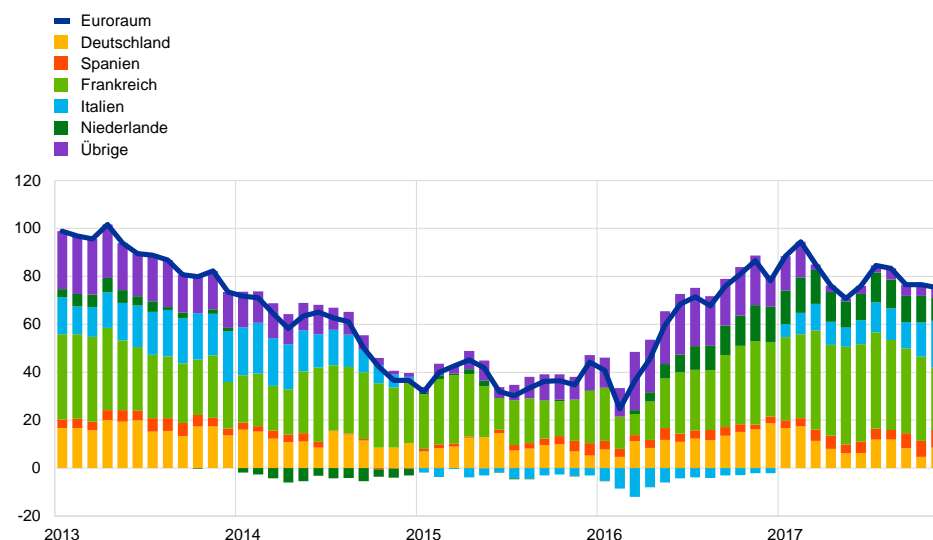
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2017.

<sup>47</sup> Die Beurteilung der Emission nach Ländern kann sich als schwierig erweisen, da Unternehmen möglicherweise über den Umweg eines Tochterunternehmens in einem anderen Land des Euroraums Schuldtitel begeben.

## Abbildung 7

Nettoemission von auf Euro lautenden langfristigen Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in Mrd €, jährliche Ströme)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Aufschlüsselung nach Ansässigkeit des Emittenten. Die Nettoemission umfasst sowohl neu begebene Anleihen als auch Verkäufe aus vergangenen Emissionen (d. h. Aufstockungen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2017.

### **Gleichzeitig hat sich die Laufzeit neu begebener CSPP-fähiger Anleihen**

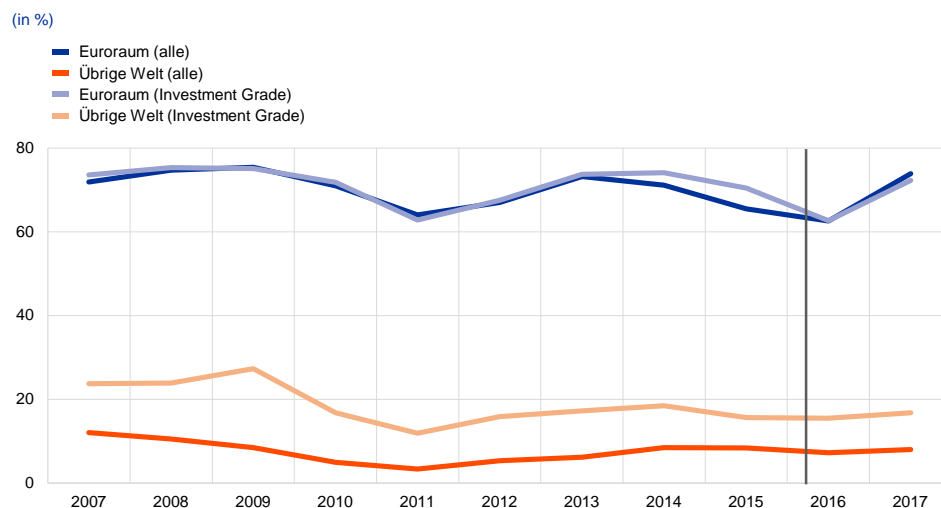
**erhöht.** Die durchschnittliche Restlaufzeit von ausstehenden vorrangigen unbesicherten Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Investment-Grade-Segment stieg von März 2016 bis Oktober 2017 von 8,9 Jahren auf 9,3 Jahre. Somit hat sich die Laufzeit um rund fünf Monate verlängert. Dies übersteigt die Laufzeitverlängerung, die zwischen Juni 2014 und der Ankündigung des CSPP zu verzeichnen war, also in einer Zeit, in der das Eurosystem andere wichtige geldpolitische Sondermaßnahmen einführt. Während sich die Restlaufzeit von ausstehenden Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen in allen großen Euro-Ländern verlängert hat, hat die Laufzeit der Bestände an Bankanleihen, die im Rahmen des CSPP nicht angekauft werden, länderübergreifend keinen Anstieg gezeigt.

### **Das CSPP scheint schließlich dazu geführt zu haben, dass die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften wieder bevorzugt in Euro denominierte Schuldtitel begeben. So haben die entsprechenden Emissionen wieder das Niveau erreicht hat, das vor 2015 zu beobachten war.**

Bezogen auf die gesamte Anleiheemissionstätigkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften hat der Anteil ankauffähiger Anleihen in Euro seit Beginn des CSPP zugenommen. Im Jahr 2017 wurde ein Niveau erreicht, das zuletzt Anfang 2015 verzeichnet worden war (siehe Abbildung 8). Bei nicht CSPP-fähigen Unternehmensanleihen in anderen Ländern oder Emissionen gebietsansässiger Banken ist eine solche Verschiebung zugunsten von auf Euro lautenden Vermögenswerten nicht zu beobachten, was darauf schließen lässt, dass die Veränderung der Emissionswährung bei Anleihen, die während des CSPP-Zeitraums von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum begeben wurden, zumindest zum Teil durch das Programm bedingt ist.

## Abbildung 8

Anteil der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum und in der übrigen Welt begebenen auf Euro lautenden Schuldverschreibungen



Quellen: Dealogic und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kurven für den Euroraum zeigen den Anteil der auf Euro lautenden neuen Anleihen an der gesamten Neuemission von Anleihen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz im Euroraum. Die Kurven für die übrige Welt zeigen den Anteil der auf Euro lautenden neuen Anleihen an der gesamten Neuemission von Anleihen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz außerhalb des Euroraums. Die vertikale Linie markiert die Ankündigung des CSPP am 10. März 2016. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2017.

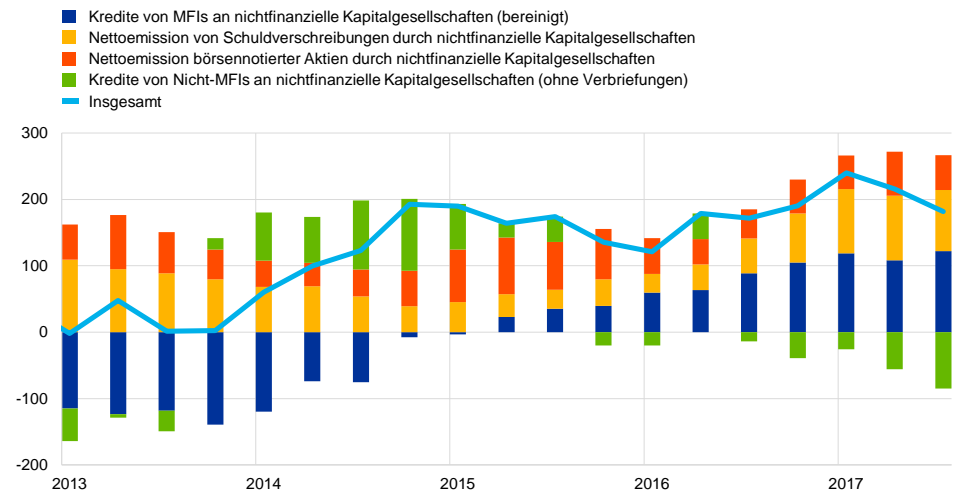
### 2.3 Auswirkungen des CSPP auf die Kapitalstruktur nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet und Übertragungseffekt auf Kreditnehmer, die nicht zum CSPP zugelassen sind

**Die zunehmende Emissionstätigkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften deutet darauf hin, dass bei einigen Unternehmen eine Verlagerung von der bank- zur marktbasierter Finanzierung stattgefunden hat.** Seit der Ankündigung des CSPP hat sich die Nettoemission von Anleihen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Verhältnis zur Nettokreditvergabe der MFIs an diesen Sektor erhöht (siehe Abbildung 9). Nichtfinanzielle Unternehmen, deren Anleihen im Rahmen des CSPP angekauft werden können, haben Bankfinanzierungen offenbar bis zu einem gewissen Grad durch Anleihefinanzierungen ersetzt. Bei einer Stichprobe von 534 nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum verzeichneten die 113 Unternehmen, deren Anleihen für das CSPP infrage kommen, einen Anstieg der Anleihequote in ihrer Gesamtschuldenstruktur. Der entsprechende Durchschnittswert der Unternehmen erhöhte sich von 64 % Ende 2015 auf 66 % im zweiten Quartal 2017 (siehe Abbildung 10, linke Grafik). Im Gegensatz dazu sank der Anteil von Bankkrediten mit einer längeren Laufzeit im gleichen Zeitraum von durchschnittlich 24 % auf 21 %. Die Schuldenstruktur der 421 nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, deren Anleihen nicht ankauffähig sind, blieb indessen unverändert (siehe Abbildung 10, rechte Grafik). Zu ähnlichen Ergebnissen gelangen

Große-Rüschkamp, Steffen und Streit<sup>48</sup> sowie Arce, Gimeno und Mayordomo<sup>49</sup>, deren Erkenntnis zufolge das CSPP in einigen Ländern große, für das Programm in Betracht kommende Unternehmen dazu bewogen hat, die Bankfinanzierung durch eine Anleihefinanzierung zu substituieren.

**Abbildung 9**  
Außenfinanzierungsströme nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

(in Mrd €; Quartalsströme; Vierquartalsummen)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Kredite von Nicht-MFIs umfassen Kredite von sonstigen Finanzintermediären (SFIs) sowie von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2017.

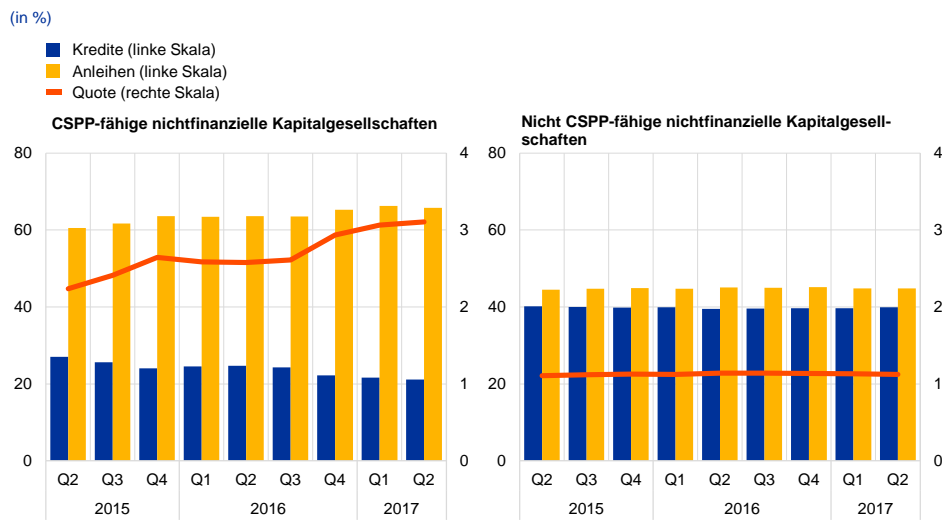
<sup>48</sup> Siehe B. Große-Rüschkamp, S. Steffen und D. Streit, [Cutting out the middleman – The ECB as corporate bond investor](#), SSRN, Oktober 2017.

<sup>49</sup> Siehe Ó. Arce, R. Gimeno und S. Mayordomo, Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE, Working Paper der Banco de España, Nr. 1743, 2017.



## Abbildung 10

### Schuldenstruktur der CSPP-fähigen und nicht CSPP-fähigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften



Quellen: S&P Capital IQ und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2017.

### Obwohl sich einige Unternehmen zunehmend über Anleihen finanzieren, hatte dies insgesamt gesehen keinen negativen Einfluss auf die Bankkreditströme.

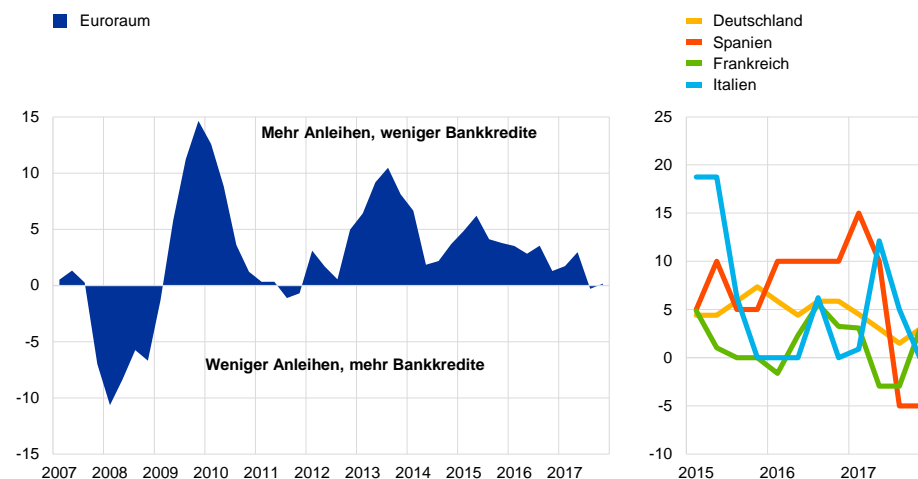
Vielmehr sind die Kreditströme von MFIs an nichtfinanzielle Unternehmen seit Bekanntgabe des CSPP per saldo positiv und haben sich sogar noch beschleunigt (siehe Abbildung 9). Modellbasierte Erkenntnisse lassen in der Tat darauf schließen, dass die Kreditvergabe von MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 2016 weiterhin recht stark in Einklang mit den entsprechenden Fundamentalfaktoren verlief, während die Begebung von Schuldverschreibungen weit über dem von den grundlegenden Faktoren implizierten Niveau lag.<sup>50</sup> Untermuert werden diese Erkenntnisse durch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum (Bank Lending Survey – BLS). Die Wahrnehmung der Banken, dass nichtfinanzielle Unternehmen zur Deckung ihres Finanzierungsbedarfs stärker auf markt- als auf bankbasierte Quellen zurückgreifen, ist gesunken, woran auch das CSPP nichts geändert hat (siehe Abbildung 11). Der Nettosaldo der Banken, denen zufolge sich nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften eher am Markt als über Bankkredite finanzieren, ist in der BLS-Erhebung des vierten Quartals 2017 deutlich unter das Niveau zum Zeitpunkt der CSPP-Ankündigung im März 2016 und auf den niedrigsten Stand seit der Staatschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet gefallen.

<sup>50</sup> Im Jahr 2017 fiel das Emissionsvolumen von Schuldverschreibungen dagegen unter das von den Fundamentalfaktoren implizierte Niveau. Dies lässt sich unter anderem dadurch erklären, dass Unternehmen ihren kurzfristigen Finanzierungsbedarf über höhere einbehaltene Gewinne, einen stärkeren Rückgriff auf Bankkredite und bereits im Jahr 2016 erfolgte Anleiheemissionen deckten. Ferner gingen die Fusions- und Übernahmeaktivitäten weiter zurück, wodurch die Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln nachließ.

## Abbildung 11

### Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften: marktbasierter Finanzierung gegenüber MFI-Krediten – BLS-Indikator für die Substitution von Finanzierungsquellen

(Nettosaldo; gleitender Zweiquartalsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Der Indikator basiert auf Frage Nr. 7 des BLS, mit der in Erfahrung gebracht werden soll, ob die „Begebung/Tilgung von Schuldverschreibungen“ Einfluss auf die Nachfrage nach Unternehmenskrediten ausübt. Ein positiver (negativer) Nettosaldo bedeutet, dass Banken aufgrund eines Anstiegs (Rückgangs) der Anleiheemissionen eine sinkende (steigende) Nachfrage nach Bankkrediten wahrnehmen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2017.

**Insgesamt deuten diese Beobachtungen auf die Möglichkeit hin, dass die Banken durch das CSPP einen größeren bilanziellen Spielraum erhalten haben, um Kredite an Unternehmen zu vergeben, deren Wertpapiere nicht ankauffähig sind.** Die Nettokreditvergabe von MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gewinnt insgesamt an Dynamik, während sich einige CSPP-fähige Unternehmen bei ihrer Finanzierung von Bankkrediten abwenden. Angesichts dessen haben nichtfinanzielle Unternehmen, die nur über geringen oder gar keinen Zugang zu den Anleihenmärkten verfügen, unter Umständen indirekt von dem Programm profitiert, da ihnen Banken nun mehr Mittel ausleihen. Obgleich sich Änderungen im Kreditvergabeverhalten der Banken nur schwer am CSPP festmachen lassen, gibt es einige Belege für die Schlussfolgerung, dass das Programm möglicherweise positiv zur Kreditausreichung der Banken an Unternehmen beigetragen hat, deren Schuldtitel nicht CSPP-fähig sind. Dies gilt insbesondere für kleinere Unternehmen. Konkret war im ersten Halbjahr 2016, als das Programm angekündigt wurde und in Kraft trat, ein leichter Anstieg des Nettosaldos kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) zu verzeichnen, die im Rahmen der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) von einer stärkeren Kreditvergabe-bereitschaft der Banken berichteten (siehe Abbildung 12). Besonders ausgeprägt war dies in Frankreich, auf dessen Unternehmen ein Großteil des seit der CSPP-Ankündigung beobachteten Anstiegs der Emissionstätigkeit entfällt (siehe Abbildung 12, grüne Linie). Unterdessen liefern Arce, Gimeno und Mayordomo<sup>51</sup> einen direkten ökonomischen Nachweis dafür, dass um den Zeitpunkt der Programmankündigung die Ausleihungen an nicht zum CSPP zugelassene

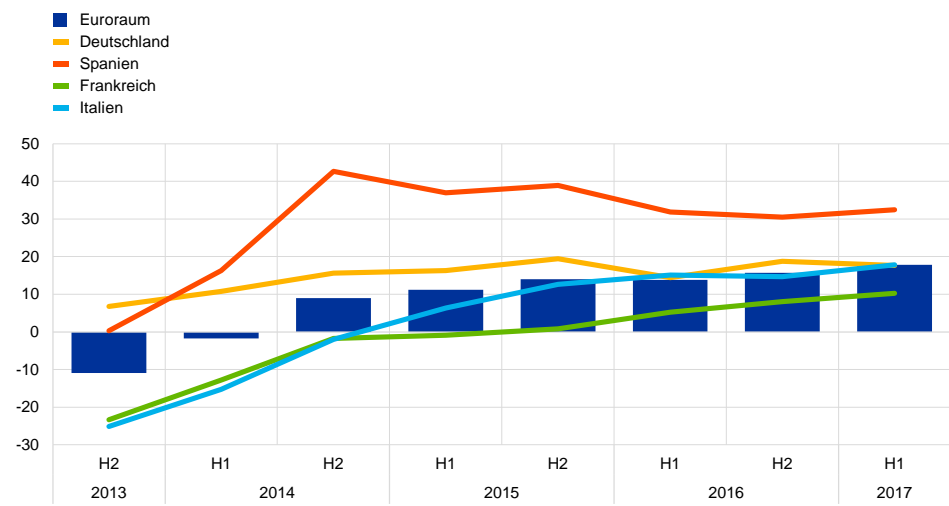
<sup>51</sup> Siehe Arce, Gimeno und Mayordomo, a. a. O.

Unternehmen in Spanien gestiegen sind. Große-Rüschkamp, Steffen und Streitz<sup>52</sup> zeigen wiederum auf, dass sich das Kreditvolumen bei Banken, die einen hohen Anteil von CSPP-fähigen Kreditnehmern in ihrem Portfolio haben, stärker ausgeweitet hat als bei Banken mit einem geringeren Anteil.

### Abbildung 12

Veränderung der Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe an KMU im Euroraum insgesamt und in ausgewählten Euro-Ländern

(vorangegangener Sechsmonatszeitraum; Nettosaldo der Umfrageteilnehmer)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben stammen aus der 10. (Oktober 2013 bis März 2014) bis 17. Erhebung (April bis September 2017) der SAFE-Umfrage.

## 3 Auswirkungen des CSPP auf die Funktionsfähigkeit des Sekundärmarkts und auf die dort vorherrschenden Liquiditätsbedingungen

**Bei der Kalibrierung des CSPP berücksichtigt das Eurosystem dessen Effekt auf die Funktionsfähigkeit und die Liquidität des Marktes.** Das CSPP dient dazu, die allgemeinen Marktbedingungen so zu beeinflussen, dass mehr Kredite an die Realwirtschaft vergeben werden, wobei jedoch unangemessene Marktverzerrungen vermieden werden sollen. Mit der Kalibrierung der CSPP-Parameter – unter anderem des Gesamtankaufvolumens, der Beteiligungsquote am Primär- und Sekundärmarkt, der Länder-, Sektoren- und Emittentenverteilung sowie des übergreifenden Risikomanagements – soll ein potenziell negativer Effekt auf die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmensanleihen minimiert werden. Um dieses Ziel der „Marktneutralität“ zu erreichen, ist das Programm in Bezug auf die Marktbedingungen flexibel und anpassungsfähig gestaltet.

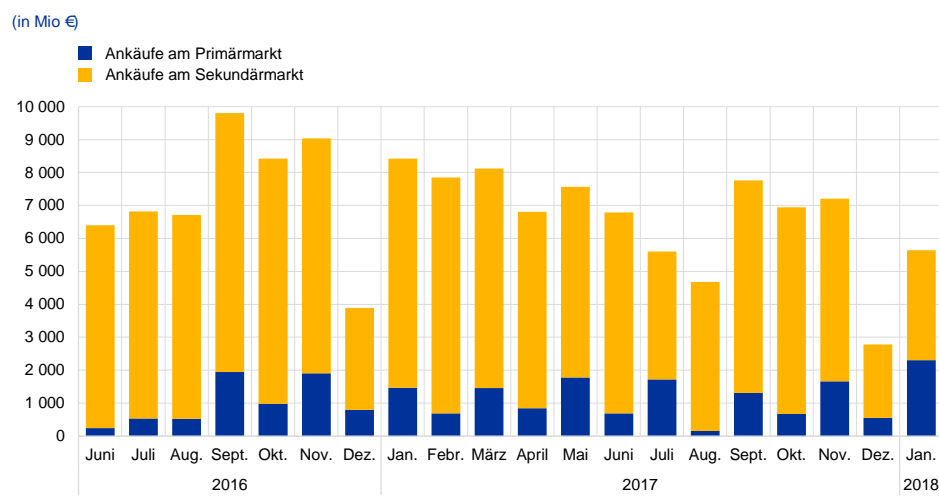
<sup>52</sup> Siehe Große-Rüschkamp, Steffen und Streitz, a. a. O.

**Anhand verschiedener Indikatoren lässt sich überprüfen, ob die Umsetzung des CSPP nach dem Grundsatz der Marktneutralität des APP verläuft.** Die Infrastruktur, die Liquidität und die Funktionsfähigkeit des Marktes sind dynamisch und stehen unter dem Einfluss zahlreicher Faktoren, die nicht in den Anwendungsbereich der geldpolitischen Programme fallen. Daher lassen sich nicht alle Veränderungen der Funktionsfähigkeit und der Liquidität des Marktes auf das CSPP zurückführen. So können sich zum Beispiel auch geopolitische Entwicklungen, saisonale Trends und Ereignisse, die einzelne Emittenten oder Sektoren betreffen, auf die allgemeinen Marktbedingungen oder die Anleiherenditen eines bestimmten Emittenten auswirken.

### 3.1 Funktionsfähigkeit des Marktes

**Die Adaptierbarkeit des monatlichen CSPP-Ankaufvolumens ermöglicht eine flexible Umsetzung des Programms, um auf veränderte Marktverhältnisse – etwa Änderungen bei der Emissionstätigkeit und beim Sekundärhandel – reagieren zu können.** Die Emissionstätigkeit am Primärmarkt und die Liquiditätsbedingungen am Sekundärmarkt folgen einem bekannten Muster: Zu Beginn des Jahres sind sie in der Regel solide, bevor sie im Sommer und gegen Jahresende nachgeben. Dieses Muster wird bei der Planung des monatlichen Ankaufvolumens im Rahmen des CSPP zugrunde gelegt. Stellt sich heraus, dass die tatsächlichen Gegebenheiten deutlich von dieser angenommenen Entwicklung abweichen, kann das Programm durch eine Erhöhung oder Verringerung der Ankäufe gegenüber dem ursprünglichen Plan angepasst werden. Seit Einführung des CSPP schwankt das Nettoankaufsvolumen erheblich, und zwar von rund 3 Mrd € in Monaten mit niedriger Marktliquidität und geringer Primärmarktaktivität bis knapp 10 Mrd € in den aktivsten Monaten (siehe Abbildung 13).

**Abbildung 13**  
Nettoerwerb am Primär- und am Sekundärmarkt im Rahmen des CSPP

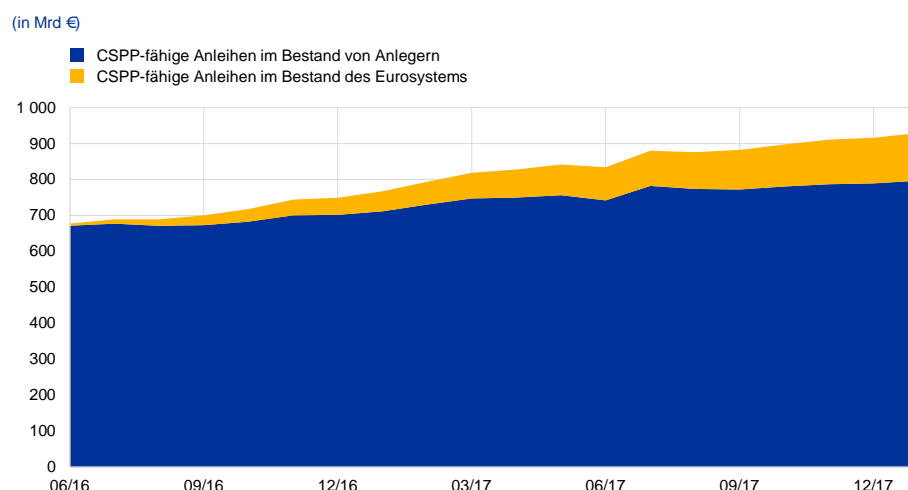


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2018.

**Ein weiteres Mittel zur Anpassung an die Marktgegebenheiten ist die flexible Aufteilung des Programms in Ankäufe am Primär- und am Sekundärmarkt.** Das Eurosystem verfügt über keine Zielvorgabe in Bezug auf die Aufteilung des Gesamtankaufvolumens auf Primär- und Sekundärmarkt. Hierdurch kann das Programm an Veränderungen der Emissionstätigkeit am Primärmarkt und der Liquiditätsbedingungen am Sekundärmarkt angepasst werden, welche unvorhersehbar sein können. Ablesen lässt sich dies an den Verteilungsschwankungen bei den Ankäufen am Primär- und Sekundärmarkt in Abbildung 13. Alles in allem stellt das Eurosystem mit seiner Teilnahme am Primärmarkt darauf ab, das angestrebte Ankaufvolumen des Programms mit dem Erfordernis der Sicherstellung eines dauerhaft funktionierenden Marktes in Einklang zu bringen. Ebenso berücksichtigt das Eurosystem bei seinen Käufen am Sekundärmarkt unter anderem die allgemeinen Marktbedingungen sowie die Knappheit bestimmter Schuldtitel.

**Relativ betrachtet sind die CSPP-Bestände des Eurosystems moderat, was das Risiko größerer negativer Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Marktes verringert.** Nachdem das Programm nun fast zwei Jahre durchgeführt wird, belaufen sich die kumulierten CSPP-Bestände auf rund 150 Mrd € (zu fortgeführten Anschaffungskosten) und entsprechen damit 17 % der gesamten ankauffähigen Vermögenswerte. Allerdings ist aufgrund der im vorherigen Abschnitt erwähnten höheren Emission auch das Volumen der von anderen Marktteilnehmern gehaltenen CSPP-fähigen Anleihen in absoluter Rechnung gestiegen (siehe Abbildung 14). Aufgrund der Tatsache, dass die anderen Marktteilnehmer nach wie vor eine wichtige Rolle spielen, wird ein negativer Effekt auf den Preissetzungs- und Preisfindungsmechanismus minimiert.

**Abbildung 14**  
Spektrum CSPP-fähiger Anleihen und deren Anteil im Bestand des Eurosystems



Quellen: Datenbank über notenbankfähige Sicherheiten (Eligible Assets Database – EADB) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2018.

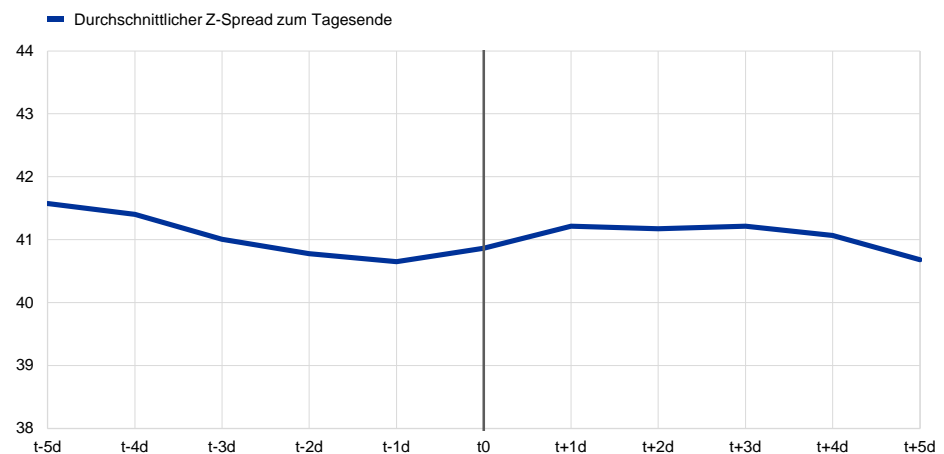
### 3.2 Liquiditätsbedingungen

**Die Beantwortung der Frage, welche Auswirkungen das CSPP auf die Marktliquidität hat, stellt eine Herausforderung dar, weil sich die Marktliquidität anhand einer einfachen Statistik nur schwer beziffern lässt.** Märkte werden in der Regel als liquide bezeichnet, wenn ein Marktteilnehmer in der Lage ist, eine Transaktion durchzuführen, ohne dass dies großen Einfluss auf die Preise hat. Um eine umfassende Nachverfolgung im Zeitverlauf zu gewährleisten, sind mehrere quantitative Messgrößen erforderlich.

**Eine Evaluierung der einzelnen Handelsgeschäfte legt die Vermutung nahe, dass der kurzfristige Effekt von CSPP-Transaktionen auf den Markt nicht sehr ausgeprägt war.** Um die Auswirkung zu beurteilen, wurde eine Ereignisstudie durchgeführt, die sich auf die größten im Rahmen des CSPP getätigten Geschäfte konzentrierte. Im Ergebnis hatten diese keinen wesentlichen Einfluss auf die Bepreisung von Anleihen am Markt, denn die Spreads für diese Wertpapiere wichen vor und nach den Geschäften nicht nennenswert voneinander ab (siehe Abbildung 15). So dürfte das CSPP zwar insgesamt gesehen zu einer Verringerung des Renditeabstands an den Märkten für Unternehmensanleihen beigetragen haben, die einzelnen Transaktionen hatten aber keinen verzerrenden Effekt auf die Preisgestaltung einzelner Anleihen. Daher ist die Schlussfolgerung zulässig, dass die relative Preisbildung weitgehend unberührt geblieben ist.

**Abbildung 15**  
Einfluss großer CSPP-Geschäfte auf die Spreads

(in Basispunkten)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung beruht auf den 58 größten CSPP-Transaktionen am Sekundärmarkt, wobei an den fünf vorherigen bzw. an den fünf folgenden Tagen keine anderen CSPP-Geschäfte stattfanden und Preisinformationen für sämtliche Tage vorlagen.

**Die Entwicklung des durchschnittlichen Handelsvolumens beim CSPP deutet auch darauf hin, dass die Liquiditätsbedingungen angemessen geblieben sind** (siehe Abbildung 16). Wäre es seit Einführung des CSPP zu einer Verschlechterung gekommen, so hätte das Eurosystem das Programm aller Wahrscheinlichkeit nach anpassen und eine deutlich höhere Zahl an kleineren Geschäften tätigen müssen. Eine Analyse des durchschnittlichen Volumens aller im Sekundärhandel getätigten CSPP-Transaktionen zeigt, dass es nach über einem Jahr der Durchführung des

Programms lediglich zu einem geringfügigen Rückgang des Durchschnittsvolumens gekommen ist. Allerdings hat das Eurosystem das Programm an die Marktverhältnisse angepasst und daher zuweilen das durchschnittliche Handelsvolumen verringert, insbesondere in Zeiträumen, in denen die Liquidität aufgrund saisonaler Trends normalerweise niedrig ist (z. B. im Dezember).

**Abbildung 16**  
Durchschnittsvolumen von CSPP-Geschäften am Sekundärmarkt

(Index: Juni 2016 = 100; Monatswerte)



Quelle: EZB.

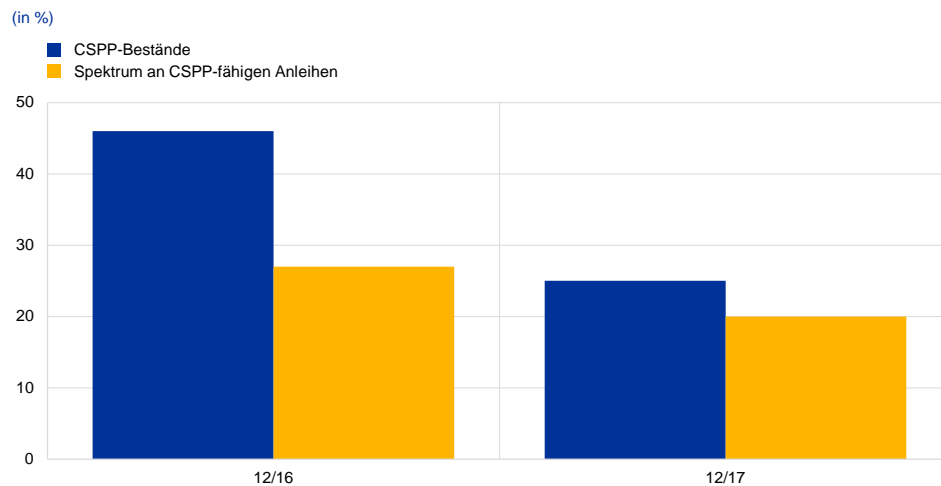
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2018.

**Gemessen an seinen Gesamtbeständen erwirbt das Eurosystem einen über der Marktgewichtung liegenden Anteil an kürzlich begebenen Anleihen, wodurch mögliche negative Auswirkungen auf die Liquiditätsbedingungen vermindert werden.** Das CSPP ist in einen Rahmen aus Geldpolitik und Risikomanagement eingebettet, der eine angemessene Diversifizierung von Emittenten, Sektoren und Ländern sicherstellt. Gleichwohl können die einzelnen Anleihebestände von ihrer jeweiligen Gewichtung im Spektrum an CSPP-fähigen Papieren abweichen; hierdurch kann das CSPP an die unterschiedlichen Liquiditätsbedingungen der zugelassenen Instrumente angepasst werden. So weisen einige Anleihen, insbesondere ältere und weniger liquide, eine geringere Verfügbarkeit am Sekundärmarkt auf,<sup>53</sup> und das Eurosystem erhält tendenziell mehr Angebote für neuere und liquidere Schuldverschreibungen. Abbildung 17 zeigt, dass der Anteil von kürzlich emittierten Unternehmensanleihen (Begebung innerhalb des letzten Jahres) am CSPP-Bestand des Eurosystems höher ist als in einer Benchmark zur Marktkapitalisierung. Aus der Abbildung geht allerdings auch hervor, dass sich diese Abweichung 2017 im Vergleich zum Vorjahr verringert hat. Dies ist zu erwarten, da derartige Abweichungen durch das Fälligwerden älterer und weniger liquider Schuldtitel allmählich abgebaut werden und sich die Zusammensetzung des CSPP-Bestands an die auf der Marktkapitalisierung basierende Benchmark annähert.

<sup>53</sup> Kürzlich begebene, auch „On-the run“-Anleihen genannte Wertpapiere werden im Sekundärhandel allgemein als liquider erachtet. Mit der Zeit nimmt die Liquidität des Wertpapiers in der Regel ab. Ein älteres, weniger liquides Papier wird als „Off-the-run“-Anleihe bezeichnet.

### Abbildung 17

#### Anteil kürzlich begebener Anleihen am CSPP-Bestand und am Spektrum CSPP-fähiger Schuldtitel



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blauen Balken stellen den Anteil der im vergangenen Jahr emittierten ankauffähigen Anleihen am CSPP-Gesamtbestand des Eurosystems dar. Die gelben Balken stellen den Anteil der im vergangenen Jahr emittierten ankauffähigen Anleihen am Gesamtspektrum der für Käufe im Rahmen des CSPP infrage kommenden Wertpapiere dar.

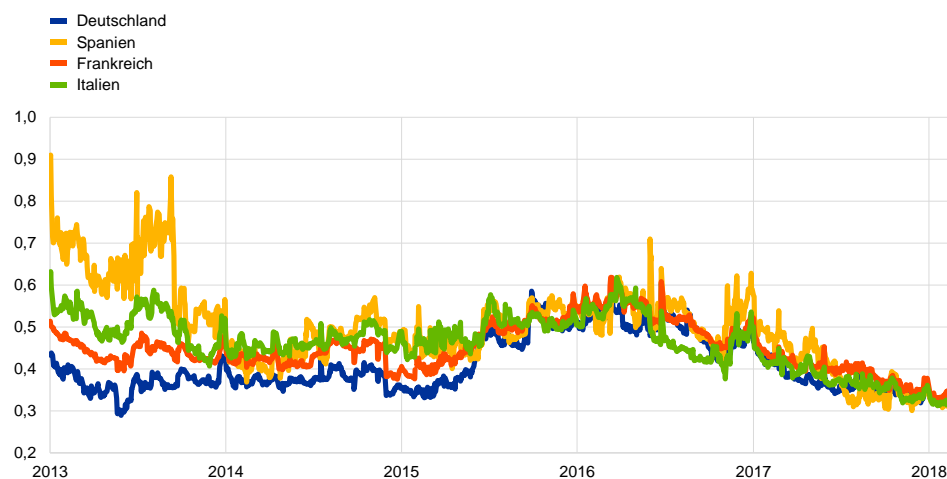
**Seit Einführung des CSPP hat sich der Geld-Brief-Spread beträchtlich verkleinert, was darauf hindeutet, dass das Programm zu einer Verbesserung der Liquiditätsbedingungen beigetragen hat.** Ein liquider Markt zeichnet sich üblicherweise durch einen niedrigen Geld-Brief-Spread aus. Es besteht also eine geringe Differenz zwischen dem Betrag, den der Käufer bereit ist für den Vermögenswert zu bezahlen, und dem Betrag, den der Verkäufer bereit ist zu akzeptieren. Die Geld-Brief-Spreads für Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weiteten sich im Jahr 2015 in einer Reihe von Ländern aus (siehe Abbildung 18), weisen aber seit Ankündigung des CSPP im März 2016 wieder eine deutlich rückläufige Tendenz auf und verzeichnen derzeit historische Tiefstände. Dies ist insgesamt ein positiver Nebeneffekt der regelmäßigen Präsenz des CSPP an den Kreditmärkten.



## Abbildung 18

### Geld-Brief-Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in Prozentpunkten)



Quellen: iBoxx und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Länder-Indizes werden als gewichteter Durchschnitt des Abstands zwischen dem Geld- und dem Briefkurs gemessen am Mittelkurs der einzelnen Wertpapiere berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. Februar 2018.

## 4 Schlussbemerkungen

**Seit der Ankündigung des CSPP am 10. März 2016 haben sich die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum erheblich verbessert.** Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich verkleinert, und die Emission dieser Papiere ist gestiegen. Aus einer großen Anzahl von analytischen Studien geht hervor, dass ein beträchtlicher Teil dieser Entwicklungen direkt mit den Effekten des Programms zusammenhängt. Indirekt hat sich das CSPP auch positiv auf das weitere Finanzierungsumfeld der Firmen im Eurogebiet ausgewirkt. Die Finanzierungsbedingungen außerhalb der Märkte für Unternehmensanleihen haben sich verbessert, und es gibt Hinweise darauf, dass das CSPP einen bilanziellen Spielraum für Banken geschaffen hat, um Kredite an Unternehmen zu vergeben, die zu dem Programm nicht zugelassen sind. Wenngleich das CSPP bei zugelassenen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften anscheinend zu einer Verlagerung von der Banken- zur Anleihefinanzierung beigetragen hat, ist die Kreditvergabe von Banken an den Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen insgesamt nicht gesunken.

**Erfreulicherweise gibt es kaum Belege dafür, dass vom CSPP negative Nebeneffekte auf die Unternehmensfinanzierung und die Funktionsfähigkeit der Märkte ausgegangen sind.** Insbesondere die reibungslose Umsetzung des Programms, die auf dem flexiblen Tempo der Ankäufe durch das Eurosystem und der Adaptierbarkeit des CSPP an die Entwicklung am Primärmarkt beruht, hat die Funktionsfähigkeit und die Liquidität des Marktes für Unternehmensanleihen sichergestellt. Insgesamt stützen diese Ergebnisse die Einschätzung, dass das Programm auch unter veränderlichen Marktbedingungen erfolgreich umgesetzt wird, ohne dass dabei verzerrende Markteffekte auftreten.

## 3 Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet

**Jacopo Cimadomo, Sebastian Hauptmeier, Alessandra Anna Palazzo und Alexander Popow**

*Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit dem Konzept der Risikoteilung. Allgemein liegt dem Begriff die Vorstellung zugrunde, dass Wirtschaftsakteure wie private Haushalte und Firmen versuchen, ihre Konsumströme gegen Schwankungen im Konjunkturzyklus ihres Landes abzusichern, d. h. die durch wirtschaftliche Schocks verursachten Veränderungen ihres Konsumverhaltens zu „glätten“. Im Folgenden wird untersucht, welcher Anteil eines wirtschaftlichen Schocks im Euroraum absorbiert werden kann, und das Ergebnis der Situation in den Vereinigten Staaten gegenübergestellt. Ein Vergleich zwischen dem Grad der Risikoteilung im Eurogebiet und in den USA ist zwar nicht ohne Berücksichtigung der ungleichen institutionellen und politischen Strukturen möglich, kann aber zu interessanten volkswirtschaftlichen Erkenntnissen führen. So wird in dem Aufsatz dargelegt, dass im Eurogebiet ein Schock auf das BIP-Wachstum in einem gegebenen Land im Zeitraum von 1999 bis 2016 zu rund 80 % ungeglättet blieb, was erhebliche Unterschiede beim Konsumwachstum der verschiedenen Länder zur Folge hatte. In den Vereinigten Staaten dagegen wurden im selben Zeitraum maximal 40 % eines Schocks auf das BIP eines Bundesstaates nicht kompensiert. Der vorliegende Beitrag beleuchtet darüber hinaus die relative Bedeutung der wichtigsten Kanäle der Risikoteilung, d. h. des Kredit-, Kapital- und Fiskalkanals, sowie die Rolle der europäischen Institutionen. Dabei wird aufgezeigt, dass die Risikoteilung im Euroraum vor allem über den Kapitalkanal erfolgt, also über den Bestand an ausländischen Vermögenswerten. In einem weiteren Schritt werden die empirischen Ergebnisse mit Blick auf die laufende Debatte über eine Verbesserung der institutionellen Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) untersucht. Diesbezüglich sind die Euro-Länder gehalten, ihre Volkswirtschaften, ihren Bankensektor und ihre öffentlichen Finanzen widerstandsfähiger gegen makroökonomische Schocks zu machen. Der Artikel erläutert, inwieweit effiziente und integrierte Finanzmärkte eine wesentliche Voraussetzung für eine wirksame private Risikoteilung im Eurogebiet sind. Ferner wird aufgezeigt, auf welche Weise der Euroraum von einer zentralen fiskalischen Stabilisierungsfunktion profitieren würde, welche die nationalen wirtschaftlichen Stabilisatoren bei massiven Schocks unterstützen und damit die Widerstandsfähigkeit der WWU stärken würde.*

### 1 Einleitung

Die Erfahrungen mit der Großen Rezession haben im Eurogebiet eine anhaltende politische Debatte darüber ausgelöst, wie die Widerstandsfähigkeit der Währungsunion gegen wirtschaftliche Schocks erhöht werden kann. Die Diskussion wird auf zwei Ebenen geführt. Zum einen geht es auf Ebene der Einzelstaaten darum, durch Reformen im Inland die Schockabsorptionsfähigkeit der einzelnen Länder zu verbessern, etwa durch Strukturreformen oder den Aufbau fiskalischer Reserven. Zum anderen könnte auf Ebene des gesamten Euroraums eine wirksamere länderübergreifende Risikoteilung die Widerstandsfähigkeit stärken.

Bei der internationalen Risikoteilung geht es im Wesentlichen darum, dass Länder bzw. Wirtschaftsakteure wie private Haushalte und Unternehmen ihre Risiken diversifizieren, um sich gegen negative wirtschaftliche Entwicklungen abzusichern. So können sie zum Beispiel in andere, von diesen Entwicklungen nicht betroffene Volkswirtschaften investieren und aus diesen Einkommen beziehen. Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur geht davon aus, dass es bei unerwarteten Veränderungen des Einkommens und des Konsums (die auch häufig als Schocks bezeichnet werden) zu gesamtwirtschaftlichen Wohlstandsverlusten kommt. Für private Haushalte, Firmen und den öffentlichen Sektor kann es daher vorteilhaft sein, sich gegen solche Schocks mithilfe privater und staatlicher Mechanismen abzusichern, die auf interjurisdiktionaler Ebene wirken, also zwischen Bundesländern bzw. -staaten oder Regionen eines Föderalstaats (wie die Vereinigten Staaten oder Deutschland), oder auf internationaler Ebene, d. h. zwischen verschiedenen Ländern (wie z. B. im Euroraum). Die privaten Mechanismen funktionieren über zwei Hauptkanäle. Der erste ist der Ersparnis Kanal, der auch als Kreditkanal bezeichnet wird. Er wirkt über die grenzüberschreitende Ersparnisbildung/Kreditaufnahme, d. h., der öffentliche Sektor, die privaten Haushalte und Firmen können weltweit (oder innerhalb des Föderalstaats) Kredite aufnehmen, um bei Negativschocks ihren Konsum oder ihre Investitionen in gleichem Umfang aufrechtzuerhalten. Grundsätzlich leidet das Kreditangebot in einer Volkswirtschaft weniger unter länderspezifischen Schocks, wenn dort internationale Banken tätig sind. Der zweite Kanal ist der Kapitalmarktkanal, der über international/interjurisdiktional diversifizierte private Anlageportfolios wirkt. Letztere können von der Binnenwirtschaft unbeeinflusste Einkommensströme generieren, es sei denn, diese weist eine enge Vernetzung mit anderen Volkswirtschaften auf und durchläuft demzufolge ähnliche Konjunkturzyklen. Ein dritter öffentlicher Kanal stützt sich auf fiskalische Transfers zwischen Regionen. In reifen Föderalstaaten ist dieser Kanal in der Regel gut ausgebildet, und Transferleistungen der Zentralregierung tragen dazu bei, die Auswirkungen von Schocks auf bundesstaatlicher bzw. regionaler Ebene abzufedern.

Empirische Daten deuten darauf hin, dass der Grad der länderübergreifenden Risikoteilung im Euroraum geringer ist als in den Regionen von Föderalstaaten und insbesondere zwischen US-Bundesstaaten. Aus der empirischen Literatur lassen sich drei wesentliche Ergebnisse ableiten: Erstens werden etwa 60 % bis 80 % der Schocks in einem Bundesstaat der Vereinigten Staaten über die zuvor genannten Risikoteilungskanäle ausgeglichen, wohingegen dieser Anteil in den Euro-Ländern seit Bestehen der WWU bei lediglich 20 % liegt.<sup>54</sup> Zweitens erfolgt die Risikoteilung in den Vereinigten Staaten hauptsächlich über private Kanäle, wobei auf den Kapitalmarkt der größte Teil der staatenübergreifenden Glättung von Schocks entfällt. Drittens tragen in den Vereinigten Staaten Fiskaltransfers aus dem Bundeshaushalt in erheblichem Maße zur Abfederung von Schocks in einzelnen Bundesstaaten bei

<sup>54</sup> Siehe z. B. Europäische Kommission, Quarterly Report on the Euro Area, Bd. 15, Nr. 1, in: Institutional Papers, Nr. 024, 2016, und C. Alcidi, P. D'Imperio und G. Thirion, Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison, Working Document des CEPS, Nr. 2017/04, Mai 2017. Aus den Ergebnissen für den Euroraum kann sich bei ausschließlicher Berücksichtigung des privaten Konsums ein höherer Grad an Schockabsorption ergeben (siehe J. Cimadomo, O. Furtuna und M. Giuliadori, Private and public risk sharing in the euro area, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze).

(10 %–15 %). Der institutionellen Struktur des Euroraums mangelt es dagegen an einer zentralen gesamtwirtschaftlichen Stabilisierungsfunktion, sodass die Glättung über diesen Kanal im Eurogebiet kaum ins Gewicht fällt.

Die Verbesserung der Schockabsorptionsfähigkeit im Euro-Währungsgebiet ist eines der wichtigsten Themen des im Juni 2015 veröffentlichten Fünf-Präsidenten-Berichts. Der vom Präsidenten der Europäischen Kommission in enger Zusammenarbeit mit den Präsidenten des Euro-Gipfels, der Euro-Gruppe, der EZB und des Europäischen Parlaments erstellte Bericht sollte einen Fahrplan für eine verschiedene Politikfelder abdeckende Vertiefung der institutionellen Architektur der WWU vorgeben.<sup>55</sup> In dem Bericht heißt es: „Damit alle Volkswirtschaften auf Dauer besser im Euro-Währungsgebiet aufgehoben sind, müssen sie auch die Wirkung wirtschaftlicher Schockwellen durch eine Risikoteilung innerhalb der WWU abfedern können.“ Hierfür sei aber eine „signifikante und nachhaltige Konvergenz in Richtung vergleichbar widerstandsfähiger Wirtschaften“ erforderlich, damit es nicht zu dauerhaften Transferzahlungen und geringeren Anreizen für eine solide Politik in den einzelnen Ländern komme.

Der vorliegende Aufsatz enthält neue Schätzungen dazu, welche relativen Beiträge zur Konsumrisikoteilung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten vom Ersparnis-, Kapital- und Fiskalkanal ausgehen. Die empirische Analyse basiert auf einer Stichprobe, die sich von 1999 bis 2016 erstreckt. In Bezug auf das Euro-Währungsgebiet wird die Rolle der europäischen Institutionen und offiziellen Hilfsmaßnahmenprogramme für die Risikoteilung erörtert und im Zusammenhang mit der laufenden Debatte über die Vertiefung der WWU beleuchtet. Der vorliegende Aufsatz stützt sich auf die bisherigen Arbeiten der EZB zu den Indikatoren der Risikoteilung im Euroraum, die seit 2016 fester Bestandteil des jährlichen Berichts zur Finanzmarktintegration in Europa („Financial Integration in Europe“) sind.

## 2 Das Konzept der Risikoteilung

### 2.1 Der Verlauf von Konsum und Wachstum im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird Risikoteilung als das Prinzip der Absicherung der Konsumströme von Wirtschaftsakteuren gegen länderspezifische Konjunkturschwankungen beschrieben.<sup>56</sup> Dabei wird davon ausgegangen, dass die Absicherung der Konsumströme zu mehr Wohlstand führt.<sup>57</sup> Die Konsumglättung kann über intertemporale Kanäle erfolgen, z. B. private Ersparnisbildung, Sozialleistungen und intergenerative Transferleistungen (d. h. Staatsschulden). In Zeiten

<sup>55</sup> Siehe J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz, [Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden](#), Europäische Kommission, Juni 2015.

<sup>56</sup> Während die Literatur die Risikoteilung im Hinblick auf den Konsum wie auch das Einkommen behandelt, geht es in diesem Aufsatz vor allem um den Konsum.

<sup>57</sup> Siehe z. B. F. Canova und M. Ravn, International consumption risk-sharing, in: *International Economic Review*, Bd. 37, Nr. 3, 1996, S. 573-601.

schwacher Wirtschaftsentwicklung können Regierungen beispielsweise die Transferzahlungen an private Haushalte erhöhen und dies über Staatsschulden finanzieren, die dann von zukünftigen Generationen zurückgezahlt werden müssen. Konsumströme können aber auch durch Risikoteilung über internationale Kanäle abgesichert werden, etwa durch länderübergreifende Transfers, die dazu beitragen, länder-spezifische Schocks abzufedern. Im Mittelpunkt der jüngsten Debatte im Euroraum steht die internationale Dimension der Risikoteilung, zum Beispiel im Zusammenhang mit den Diskussionen um die Vertiefung der Banken- und Kapitalmarktunion und der Einführung einer Fiskalkapazität für den Euroraum. In diesem Aufsatz wird ebenfalls auf die internationale Risikoteilung eingegangen.<sup>58</sup>

Untersuchungen zur internationalen Risikoteilung basieren in der Regel auf der Beziehung zwischen gesamtwirtschaftlichem Konsumwachstum und Wirtschaftswachstum unter Berücksichtigung weltwirtschaftlicher Schocks und anderer Faktoren. Sofern Konsumwachstum und Wirtschaftswachstum nicht miteinander korrelieren, würde dies auf eine effektive Risikoteilung hindeuten. Empirisch betrachtet ist die Korrelation zwischen Konsum- und Wirtschaftswachstum in den Euro-Ländern im Normalfall aber keineswegs null. Vielmehr lag sie im Zeitraum 1999-2016 für Portugal bei 0,40 und für Finnland bei -0,30. Bei einer vollkommenen Risikoteilung wäre der Konsum komplett von Schwankungen der Wirtschaftsleistung entkoppelt, d. h. der Korrelationskoeffizient läge für alle Länder bei null. Interessant dabei ist, dass im Eurogebiet die länderübergreifende Dispersion des Wirtschafts- und Konsumwachstums in der WWU-Phase sehr ähnlich war (siehe Abbildung 1). Unter den US-Bundesstaaten war die Dispersion des Wirtschaftswachstums hingegen deutlich größer als die Dispersion des Konsumwachstums (siehe Abbildung 2). Dies deutet auf einen Glättungseffekt über föderale Transfers oder den Kredit- und Kapitalkanal hin. Diese ersten Anzeichen scheinen nahezu legen, dass die Risikoteilung in den Vereinigten Staaten stärker wirkt als im Eurogebiet.

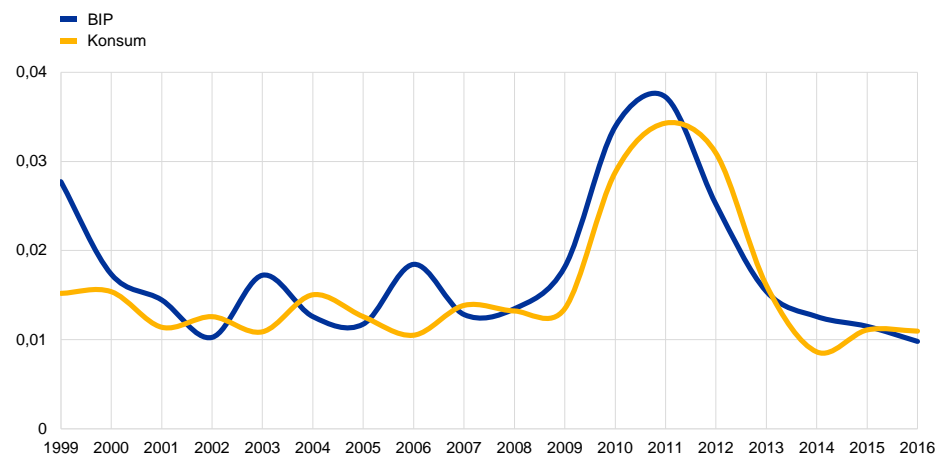
---

<sup>58</sup> Ein bedeutender Aspekt dieser Diskussion hängt mit der Rolle der Finanzmärkte zusammen. Im Falle „vollkommener“ Märkte können sich Wirtschaftsakteure gegen jede mögliche Art von Risiken absichern. So können Firmen Versicherungsverträge erwerben, die sie gegen unerwartete negative Schocks schützen, zum Beispiel gegen einen Rückgang der Nachfrage nach ihren Produkten. In diesem hypothetischen Umfeld wird das Konsumwachstum in einem Land nicht von idiosynkratischen, sondern nur von globalen und damit nicht absicherbaren Schocks beeinflusst. Wenn Märkte nach realistischeren Annahmen nicht vollkommen sind, Wirtschaftsakteuren also kein vollständiges Angebot an Versicherungsverträgen für alle möglichen Risiken zur Verfügung steht, muss die Absicherung des Konsums unter Umständen mithilfe von Institutionen durchgesetzt werden, d. h. über Transfer- oder Kreditprogramme, die als Absicherungsmechanismen zwischen Ländern wirken. Bei E. Farhi und I. Werning, Fiscal Unions, in: American Economic Review, Bd. 107, Nr. 12, 2017, S. 3788-3834, wird herausgestellt, dass die öffentliche Risikoteilung selbst bei Vorherrschen vollkommener Märkte von Nutzen sein könnte, da die Wirtschaftsakteure die von den staatlichen Institutionen ausgehenden positiven Stabilisierungseffekte nicht voll und ganz ausschöpfen.

## Abbildung 1

### Dispersion von Wachstum und privatem Konsum im Euroraum

(Standardabweichungen)



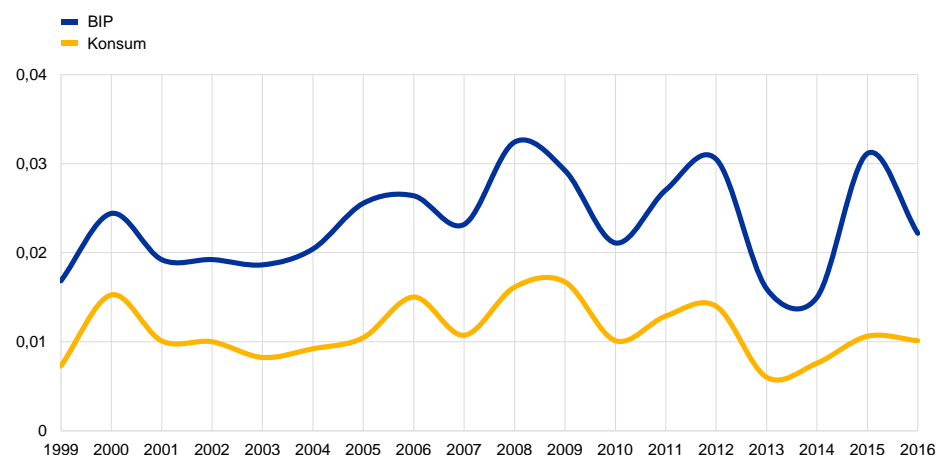
Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkungen: In Standardabweichungen gemessene länderübergreifende Dispersion des realen Konsums und BIP (pro Kopf) für eine aus elf Euro-Ländern bestehende Stichprobe.

## Abbildung 2

### Dispersion von Wachstum und privatem Konsum in den Vereinigten Staaten

(Standardabweichungen)



Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED-Datenbank), US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkungen: In Standardabweichungen gemessene staatenübergreifende Dispersion des realen Konsums und BIP (pro Kopf) für eine aus 50 US-Bundesstaaten bestehende Stichprobe.

## 2.2 Literatur zur internationalen Risikoteilung

Bislang basiert die empirische Literatur zur Risikoteilung auf Untersuchungen, die zwar anspruchsvoller sind als der oben erläuterte Ansatz, sich aber nach wie vor auf die Beziehung zwischen Konsum und Wachstum konzentrieren. Untersucht wurde insbesondere der Umfang der Risikoteilung sowohl in Währungsunionen mit einer gemeinsamen Haushaltspolitik (Vereinigte Staaten, Deutschland) als auch in Währungsunionen ohne gemeinsamen Haushalt (Euroraum). So ist im zuerst

genannten Fall in der Regel ein insgesamt hoher Grad an Risikoteilung festzustellen, wobei die Märkte des Privatsektors einen umfangreichen Beitrag leisten.<sup>59</sup>

### 2.2.1 Währungsunionen mit einer gemeinsamen Haushaltspolitik

In ihrer wegweisenden Arbeit über die Vereinigten Staaten weisen Asdrubali, Sørensen und Yosha darauf hin, dass im Zeitraum 1963-1990 ein Anteil von 75 % der Schocks, die das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf einzelner Bundesstaaten betrafen, absorbiert wurde.<sup>60</sup> Dies bedeutet, dass nur für rund ein Viertel der auf der Ebene einzelner US-Bundesstaaten aufgetretenen Einkommensschocks kein Ausgleich stattfand. 13 % der Einkommensschocks wurden über föderale Steuertransfers und Zuschüsse geglättet. Diesbezüglich ist zu beachten, dass in mehreren US-Bundesstaaten die Regel eines ausgeglichenen Haushalts gilt, was darauf schließen lässt, dass eine antizyklische Finanzpolitik auf Ebene der Bundesstaaten keine große Rolle spielt. Was die übrigen Kanäle betrifft, so wurden 39 % über Absicherungen oder länderübergreifendes Eigentum an Vermögenswerten und 23 % über Kreditaufnahme oder -vergabe ausgeglichen. Anders ausgedrückt wurden in den Vereinigten Staaten 62 % der Schocks, die einzelne Bundesstaaten betrafen, über Markttransaktionen abgedeckt. Dies ist knapp fünf Mal so viel, wie die US-Bundesregierung zur Einkommensglättung beitrug. Einige Forschungsarbeiten haben überdies gezeigt, dass die Risikoteilung in den Vereinigten Staaten mit der Zeit zugenommen hat, was zum Teil auf die Deregulierung im Bankensektor zurückzuführen sein könnte.<sup>61</sup> Studien zu anderen Währungsunionen, die sich durch eine starke Föderalregierung auszeichnen, wie beispielsweise Kanada, bringen unter dem Gesichtspunkt der für die Konsumglättung maßgeblichen Kanäle und des Gesamtumfangs der geglätteten und der nicht geglätteten Schocks ähnliche Ergebnisse hervor wie die für die Vereinigten Staaten.<sup>62</sup>

Arbeiten zu europäischen Ländern sind seltener und deuten zumeist auf eine stärkere Risikoteilung in Ländern hin, die eine weit fortgeschrittene fiskalische und finanzielle Integration aufweisen. Einige Autoren haben Deutschland zum Gegenstand ihrer Untersuchung gemacht. So stellen zum Beispiel Hepp und von Hagen<sup>63</sup> ein sehr hohes Maß an regionaler Risikoteilung fest. Die Analyse zeigt insbesondere, dass in Deutschland vor der Wiedervereinigung 91 % der Schocks auf das pro Kopf erwirtschaftete Bruttoinlandsprodukt der Bundesländer geglättet wurden (d. h. für

---

<sup>59</sup> Im Hinblick auf eine frühere Erhebung der Literatur zur makroökonomischen Risikoteilung wird auf den „Special Feature A“ im Bericht der EZB von 2016 zur Finanzmarktintegration in Europa ([Financial Integration in Europe](#)) verwiesen.

<sup>60</sup> Siehe P. Asdrubali, B. Sørensen und O. Yosha, Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 111, Nr. 4, 1996, S. 1081-1110.

<sup>61</sup> Siehe S. Athanasoulis und E. van Wincoop, Risk sharing within the United States: What do financial markets and fiscal federalism accomplish?, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 83(4), S. 688-698, sowie Y. Demyanyk, C. Ostergaard und B. Sørensen, U.S. Banking Deregulation, Small Businesses, and Interstate Insurance of Personal Income, in: Journal of Finance, Bd. 62, Nr. 6, 2007, S. 2763-2801.

<sup>62</sup> Siehe zum Beispiel M. J. Crucini, On International and National Dimensions of Risk Sharing, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 81, Nr. 1, 1999, S. 73-84.

<sup>63</sup> Siehe R. Hepp und J. von Hagen, Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006, in: Oxford Economic Papers, Bd. 65, Nr. 1, 2013, S. 1-24.



lediglich 9 % galt dies nicht), und zwar zum größten Teil (54 %) über den Länderfinanzausgleich und Bundesbeihilfen, zu 20 % über die Kapitalmärkte und zu 17 % über die Kreditmärkte. Nach der Wiedervereinigung erhöhte sich die nicht durch Risikoteilung ausgeglichene Komponente auf 20 %. Gleichzeitig stieg der Anteil der über private Kanäle bewirkten Risikoteilung auf 69 % an, wobei die Glättung größtenteils (51 %) über die Kapitalmärkte erfolgte. Dies bedeutet, dass noch großer Spielraum für die Risikoteilung über grenzüberschreitendes Eigentum an produktiven Vermögenswerten besteht, wenn zwischen Regionen ein ausreichend heterogener wirtschaftlicher Entwicklungsstand herrscht.

### 2.2.2 Risikoteilung in den Euro-Ländern

Die Vermutung liegt nahe, dass das Maß an Risikoteilung zwischen den Ländern Europas geringer ist als innerhalb der bestehenden ausgereiften Föderalstaaten. Dies war zweifellos in den Jahren vor der Euro-Einführung der Fall, als die Finanzmärkte noch relativ unterentwickelt waren, die Arbeitsmärkte verkrustet, die Arbeitsmobilität gering und kein föderales Steuer- und Transfersystem, wie etwa das in den Vereinigten Staaten, vorhanden war. Frühere Arbeiten zeigen, dass in der Zeit vor Beginn der WWU maximal 40 % der länderspezifischen Schocks auf das BIP ausgeglichen wurden.<sup>64</sup> Danach herrschte zunächst die allgemeine Auffassung, dass die Einführung der gemeinsamen Währung für sich genommen schon eine bessere Einkommens- und Konsumglättung bewirken werde. Eine gemeinsame Währung sollte grundsätzlich die Kosten für Handel und Informationsermittlung senken und deshalb zu mehr länderübergreifendem Eigentum an finanziellen Vermögenswerten führen. Des Weiteren könne der Wegfall des Währungsrisikos möglicherweise die Direktinvestitionen ankurbeln, und eine erhöhte Integration der Anleihemärkte würde tiefere und liquider Märkte für die Kreditaufnahme und -vergabe bedeuten. Man ging davon aus, dass größere Bestände an ausländischen Beteiligungen ebenso eine stärkere internationale Risikoteilung zur Folge haben könnten<sup>65</sup>, wie die Integration der Bankenmärkte<sup>66</sup>. Außerdem herrschte die Überzeugung, dass der Euro durch die Förderung der Kapitalmarktintegration in den EU-Mitgliedstaaten die Risikoteilung verbessern werde.<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> Siehe B. Sørensen und O. Yosha, International risk sharing and European monetary unification, in: *Journal of International Economics*, Bd. 45, Nr. 2, 1998, S. 211-238, sowie A. Afonso und D. Furceri, EMU enlargement, stabilization costs and insurance mechanisms, in: *Journal of International Money and Finance*, Bd. 27, Nr. 2, 2008, S. 169-187.

<sup>65</sup> Siehe B. Sørensen, Y.-T. Wu, O. Yosha und Y. Zhu, Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth, in: *Journal of International Money and Finance*, Bd. 26, Nr. 4, 2007, S. 587-605.

<sup>66</sup> Siehe Y. Demyanyk, C. Ostergaard und B. Sørensen, a. a. O.

<sup>67</sup> Siehe B. Sørensen und O. Yosha, International risk sharing and European monetary unification, a. a. O.

Die empirischen Ergebnisse aus der Literatur über die Phase vor und nach Beginn der WWU zeichnen ein gemischtes Bild.<sup>68</sup> Erste Hinweise auf Risikoteilungsmuster in den europäischen Ländern vor Beginn der WWU lieferten Sørensen und Yosha. Ihren Erkenntnissen nach wurden lediglich 40 % der BIP-Schocks abgedeckt, wobei dies jeweils zur Hälfte auf die Ersparnisbildung des staatlichen und des privaten Sektors zurückging. Nach der Euro-Einführung nahm das Ausmaß der Risikoteilung unter EU-Mitgliedstaaten einigen Studien zufolge zunächst zu und erreichte ein höheres Niveau als in der Zeit vor dem Euro;<sup>69</sup> allerdings wurden Schocks in Europa in geringerem Umfang absorbiert als in anderen Regionen. Aus manchen Studien geht aber auch hervor, dass die Risikoteilung nach der Einführung des Euro sogar rückläufig war. So fanden beispielsweise Afonso und Furceri bei ihrer Untersuchung eines Panels von 25 europäischen Ländern heraus, dass vor Beginn der WWU nur 43 % der das BIP betreffenden Schocks ausgeglichen wurden, und zwar fast ausschließlich durch private und staatliche Ersparnisse. Sie stellten auch fest, dass dieser Anteil nach der Euro-Einführung auf 37 % sank, was darauf schließen lässt, dass die Länder des Eurogebiets von keiner zusätzlichen Risikoteilung profitierten. Furceri und Zdzienicka<sup>70</sup> zeigen zudem anhand eines unvollständigen Panels von 15 Euro-Ländern, dass der Umfang nicht ausgeglichener Schocks in Rezessionsphasen deutlich höher ist als in normalen Zeiten und dass dies besonders für schwere Konjunkturreinbrüche gilt, die lange anhalten und überraschend eintreten. Hauptgrund hierfür ist, dass eine von der privaten Ersparnisbildung über den Kreditkanal ausgehende Konsumglättung fehlt. Grundsätzlich geht aus der bestehenden Literatur hervor, dass sich der Umfang der Risikoteilung seit der Einführung des Euro auf einem erheblich geringeren Niveau bewegt als in Regionen, die Teil eines Föderalstaates wie die Vereinigten Staaten sind. Einige Beiträge lassen vermuten, dass sich die Risikoteilung in Ländern abgeschwächt haben könnte, die eine angespannte Haushaltssituation aufwiesen und Anpassungsprogramme durchliefen, da sich die Spartätigkeit der öffentlichen Haushalte in einer Zeit erhöhte, in der das BIP einbrach.<sup>71</sup> Zugleich haben Cimadomo et al.<sup>72</sup> jüngst auf der Grundlage einer beschränkten Auswahl von elf Euro-Ländern und unter ausschließlicher Betrachtung des privaten Konsums gezeigt, dass die Aktivierung finanzieller Hilfsprogramme über die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF)/den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) der Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet zugutegekommen ist (siehe Kasten 2).

---

<sup>68</sup> Einen Überblick über die Literatur zur Risikoteilung in der WWU geben D. Ioannou und D. Schäfer, Risk sharing in EMU: key insights from a literature review, in: SUERF Policy Note, Ausgabe Nr. 21, SUERF, November 2017.

<sup>69</sup> Siehe S. Kalemli-Ozcan, B. Sørensen und O. Yosha, Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe, in: H. Huizinga und L. Jonung (Hrsg.), The Internationalization of Asset Ownership in Europe, Cambridge University Press: New York, 2005.

<sup>70</sup> Siehe D. Furceri und A. Zdzienicka, The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?, in: Open Economies Review, Bd. 26, Nr. 4, September 2015, S. 683-710.

<sup>71</sup> Siehe S. Kalemli-Ozcan, E. Luttini und B. Sørensen, Debt crises and risk sharing: the role of markets versus sovereigns, NBER Working Paper, Nr. 19914, National Bureau of Economic Research, Februar 2014.

<sup>72</sup> Siehe J. Cimadomo, O. Furtuna und M. Giuliadori, Private and public risk sharing in the euro area, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

## Kasten 1

### Schätzung des Beitrags finanzieller und fiskalischer Instrumente zur Risikoteilung – Methode

---

Alexander Popow

Asdrubali, Sørensen und Yosha sowie Asdrubali und Kim schlagen eine Methode vor, die der Quantifizierung des Beitrags grenzüberschreitender finanzieller und fiskalischer Transaktionen zur Risikoteilung dient.<sup>73</sup> In ihrem Ansatz ist die Risikoteilung als Abkopplung des gesamtwirtschaftlichen Konsumwachstums vom Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Leistung definiert. Bei dieser Methode wird das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Kopf in einem Land  $i$  im Zeitraum  $t$  (BIPit) wie folgt zerlegt:<sup>74</sup>

$$\text{BIPit} = (\text{BIPit} - \text{BSPit}) + (\text{BSPit} - \text{BEit}) + (\text{BEit} - \text{Kit}) + \text{Kit}$$

Die erste als „Kapitalkanal“ bezeichnete Komponente (BIPit – BSPit) erfasst die Differenz zwischen dem Bruttoinlandsprodukt pro Kopf und dem Bruttosozialprodukt pro Kopf. Sie beinhaltet beispielsweise die Einkünfte aus im Ausland gehaltenen finanziellen Vermögenswerten und das Arbeitseinkommen aus Auslandsbeschäftigungen. Die zweite Komponente (BSPit – BEit), der „Fiskalkanal“, bildet die Differenz zwischen dem Bruttosozialprodukt pro Kopf und dem verfügbaren Bruttoeinkommen pro Kopf ab. Hierzu gehören vor allem grenzüberschreitende Transfers zwischen Regierungen (z. B. aus Strukturfonds der EU) oder, wie in den Vereinigten Staaten, Transferzahlungen der Zentralregierung. Auch Zahlungen zwischen Einzelpersonen (Überweisungen) fallen in diese Rubrik, wenngleich sie für gewöhnlich einen geringeren Umfang aufweisen (daher wird der Kanal in der Fachliteratur allgemein Fiskalkanal genannt). Die dritte Komponente (BEit – Kit) wird als „Kreditkanal“ bezeichnet und deckt die Differenz zwischen dem verfügbaren Bruttoeinkommen und dem Konsum, jeweils auf Pro-Kopf-Basis, ab. Hier ist beispielsweise die ausländische Kreditaufnahme durch Einzelpersonen und Regierungen zu nennen, die entweder über die Kreditmärkte oder über supranationale Absicherungsmechanismen wie den ESM erfolgt.<sup>75</sup> Die ersten beiden Kanäle bilden die Risikoteilung ex ante ab, da sie sich auf finanzielle Vereinbarungen beziehen, die vor der Realisierung des Pro-Kopf-BIP-Wachstums getroffen wurden. Beim dritten Kanal geht es um die Risikoteilung ex post, denn sie bezieht sich auf finanzielle Vereinbarungen, die nach einem Schock auf das Pro-Kopf-BIP getroffen wurden.

Seit dem Jahr 2016 ist ein Indikator, der auf dieser Zerlegung basiert, fester Bestandteil des von der EZB verfassten Berichts zur Finanzmarktintegration in Europa („Financial Integration in Europe“). Die darin enthaltene Analyse umfasst eine vierte Komponente, den „Preiskanal“, der als Differenz zwischen dem VPI und dem BIP-Deflator konstruiert wird. Diesem Kanal liegt der Gedanke zugrunde, dass die Wirtschaftsakteure ihre Risiken auch ohne die Risikoteilung über den Kapital-, Fiskal- oder Kreditkanal diversifizieren können, und zwar über Bewertungseffekte der Produktion in Bezug auf den Konsum.

---

<sup>73</sup> Siehe P. Asdrubali, B. Sørensen und O. Yosha, a. a. O.; P. Asdrubali und S. Kim, Dynamic risk sharing in the United States and Europe, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 51, Nr. 4, 2004, S. 809-836.

<sup>74</sup> Wie bei P. Asdrubali, B. Sørensen und O. Yosha, a. a. O., werden alle Variablen als logarithmische Differenzen ausgedrückt.

<sup>75</sup> Der Kreditkanal ist keiner intertemporalen Glättung unterworfen, da diese über die Kreditaufnahme oder -vergabe zwischen Wirtschaftssektoren (d. h. zwischen dem privaten und dem staatlichen Sektor) wirken würde. Dagegen beziehen sich das Bruttoeinkommen (BE) und der Konsum (K) im Rahmen der vorgeschlagenen Zerlegung auf die Gesamtwirtschaft.

### 3 Schätzung der Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

Die Risikoteilung zwischen einzelnen Euro-Ländern auf der einen Seite und einzelnen US-Bundesstaaten auf der anderen weist eine sehr unterschiedliche Struktur auf. In Abbildung 3 und 4 sind Schätzungen zum Kapital-, Fiskal- und Kreditkanal im Euroraum und in den Vereinigten Staaten dargestellt. Sie basieren auf der in Kasten 1 beschriebenen Methode und erstrecken sich auf den Zeitraum von 1997 bis 2016.<sup>76</sup> Die Schätzungen beziehen sich jeweils auf ein Zeitfenster von zehn Jahren. So bildet etwa der Balken für 2007 den durchschnittlichen zehnjährigen aggregierten Beitrag des Kapital-, Fiskal- und Kreditkanals für die Jahre 1998-2007 ab. Um eine bessere Vergleichbarkeit mit anderen Studien zu gewährleisten, stützt sich die empirische Analyse für den Euroraum lediglich auf die zwölf Länder, die den Euro zuerst eingeführt haben.<sup>77</sup>

Der erste Unterschied zwischen den beiden Wirtschaftsräumen betrifft das Gesamtmaß der Schocks, das über Risikoteilungskanäle absorbiert wird. Werden im Eurogebiet rund 80 % eines Schocks, der auf das länderspezifische BIP-Wachstum wirkt, regelmäßig nicht geglättet, so sind dies im Fall der US-Bundesstaaten höchstens 40 %. Zweitens erfolgt die Risikoteilung in den Vereinigten Staaten im Betrachtungszeitraum zu rund 20 % über den Kreditkanal, während der entsprechende Wert im Euroraum (geringfügig) negativ ist.<sup>78</sup> Der negative Beitrag des Kreditkanals rührt daher, dass die Euro-Länder in Zeiten einer guten Wirtschaftsentwicklung Kredite im Ausland aufnehmen und diese in Zeiten einer schwachen Wirtschaftslage tilgen, was zu einer prozyklischen Erhöhung der Schwankunganfälligkeit des Konsums führt.<sup>79</sup> Diese Erkenntnisse deuten darauf hin, dass eine vollendete Bankenunion wesentliche Voraussetzung dafür ist, dass vom Kreditkanal ein positiver Beitrag zur Risikoteilung ausgeht, wie das Beispiel der Vereinigten Staaten veranschaulicht. Drittens trägt der Fiskalkanal im Euroraum zur Glättung von maximal 5 % eines länderspezifischen Schocks bei, verglichen mit annähernd 10 % in den USA. Über den Kapitalkanal schließlich werden in den Vereinigten Staaten zwischen 30 % und 35 % eines Schocks in einem Bundesstaat aufgefangen, was mehr als die Hälfte der gesamten Risikoteilung ausmacht. Auch im Eurogebiet läuft

<sup>76</sup> Die Definition der Variablen in den Datensätzen des Eurogebiets und der Vereinigten Staaten geht in einigen Fällen geringfügig auseinander. Alcidi, D'Imperio und Thirion (a. a. O.) passen den Datensatz für die Euro-Länder so an, dass er vollständig mit dem US-Datensatz vergleichbar ist. Sie zeigen, dass die Unterschiede in den Ergebnissen auf Basis der bereinigten und nicht bereinigten Datensätze zu vernachlässigen sind.

<sup>77</sup> Irland wurde von der Analyse ausgenommen, da im Juli 2016 ungewöhnlich starke Revisionen an einigen der wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Statistiken für 2015 vorgenommen wurden. Die Revisionen betrafen das reale BIP, einige seiner Komponenten und Zahlungsbilanzdaten. Sie wären zum Teil in den in dieser Abbildung verwendeten Indikator eingeflossen, hätten aber keine Änderung der Risikoteilung bewirkt. Siehe IWF, Kasten 1.2, Tackling Measurement Challenges of Irish Economic Activity, in: World Economic Outlook, April 2017, S. 43-45, der auch den Zeitplan für die künftige Lösung des Messproblems enthält.

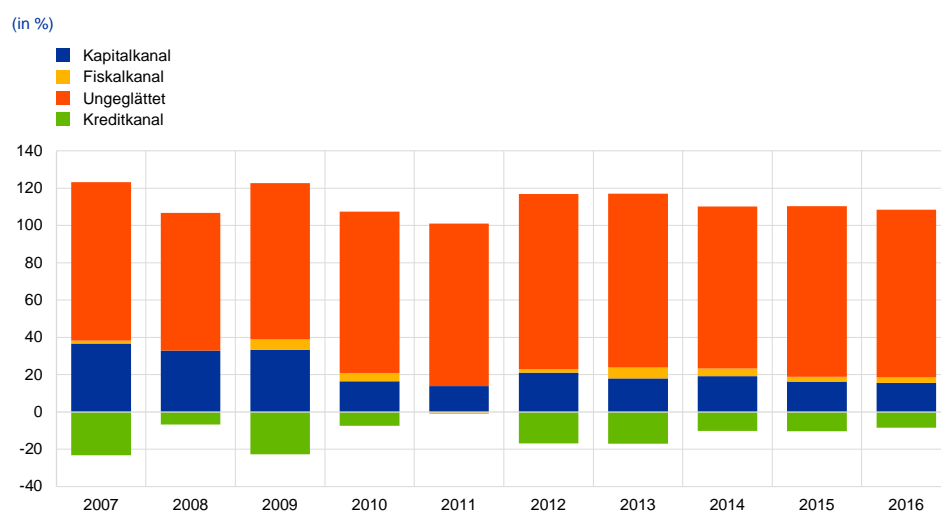
<sup>78</sup> Aus anderen Studien zum Euro-Währungsgebiet, die einen Vergleich der Vor- und Nachkrisenzeit beinhalten, geht auch hervor, dass der Grad der Risikoteilung in der zweiten Teilstichprobe nur unwesentlich geringer war (siehe z. B. V. Milano, Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions, Working Paper des CeLEG, Nr. 01/17, LUISS University, März 2017).

<sup>79</sup> Zur Prozyklizität der grenzüberschreitenden Kreditvergabe siehe auch U. Albertazzi und M. Bottero, Foreign Bank Lending: Evidence from the Global Financial Crisis, in: Journal of International Economics, Bd. 92, Beilage 1, 2014, S. S22-S35.

das Gros der grenzüberschreitenden Risikoteilung über diesen Kanal. Mit Ausnahme des Zeitraums von 1998 bis 2009 ist der Beitrag von durchschnittlich rund 20 % jedoch kleiner als in den USA.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Ergebnisse für die Vereinigten Staaten weitgehend mit früheren Studien übereinstimmen, in denen ein hoher Beitrag der privaten finanziellen Kanäle zur Risikoteilung nachgewiesen wurde.<sup>80</sup> Insgesamt werden 60 % bis 80 % eines Schocks, der auf das Wirtschaftswachstum eines Bundesstaats wirkt, durch private und öffentliche Kanäle geglättet, wobei auf die Finanzmärkte ein Anteil von über 50 % und auf fiskalische Transaktionen der verbleibende Rest entfällt. Im Euro-Währungsgebiet werden rund 80 % eines länderspezifischen Schocks nicht geglättet. Indessen werden 20 % bis 40 % eines Schocks über die Kapitalmärkte absorbiert, während der Beitrag des Fiskalkanals zu vernachlässigen ist und die Kreditmärkte der Glättung von BIP-Schocks in der Regel entgegenwirken. Zugleich scheinen die europäischen Institutionen in den letzten Jahren einen positiven Einfluss auf die Risikoteilung ausgeübt zu haben (siehe Kasten 2).

**Abbildung 3**  
Konsumrisikoteilung im Euroraum nach Kanälen



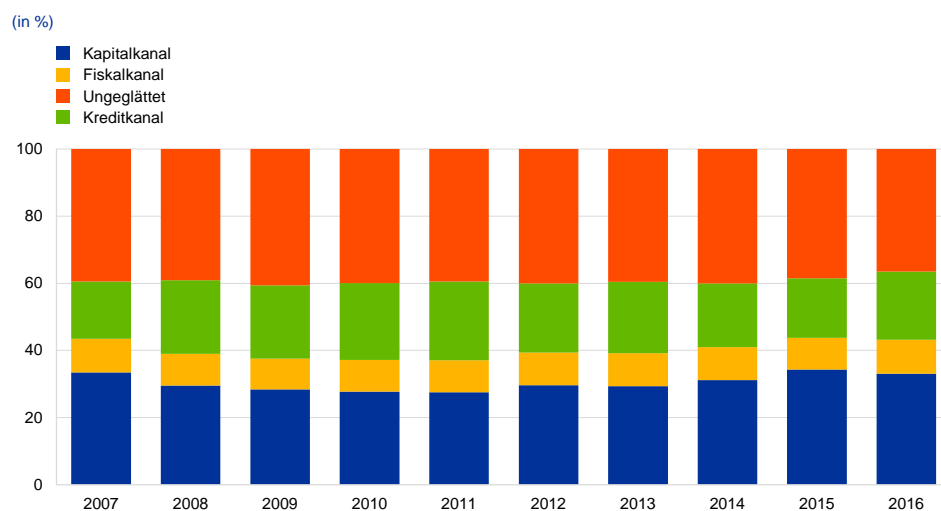
Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Beitrag der einzelnen Kanäle wurde mittels eines Vektorautoregressionsmodells (VAR) berechnet, dessen Parameter über einen gleitenden Zehnjahreszeitraum auf Basis von Jahresdaten geschätzt wurden. Die Balken geben wieder, in welchem Verhältnis ein Schock von einer Standardabweichung auf das inländische BIP-Wachstum über die drei Risikoteilungskanäle absorbiert wird. Die Anteile werden anhand der kumulierten Auswirkungen des Schocks auf die Variablen berechnet, welche die Risikoteilungskanäle über einen Zehnjahreszeitraum erfassen. Die jährliche Veränderung der Anteile spiegelt die Veränderung der neu geschätzten Modellparameter wider. Der verbleibende Anteil stellt den Teil des Schocks auf das länderspezifische reale BIP-Wachstum dar, der nicht geglättet wird und sich vollständig im länderspezifischen Konsumwachstum niederschlägt. Die Balken können den Wert von 0 % unter- bzw. von 100 % überschreiten, wenn ein oder mehrere beteiligte Kanäle einen entglättenden Effekt auf das länderspezifische Konsumwachstum haben. Die Anteile je Balken ergeben insgesamt 100 %.

<sup>80</sup> Siehe beispielsweise P. Asdrubali, B. Sørensen und O. Yosha, a. a. O.

## Abbildung 4

### Konsumrisikoteilung in den Vereinigten Staaten nach Kanälen



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Siehe Abbildung 3.

## Kasten 2

### Bedeutung der europäischen Institutionen und offiziellen Hilfsprogramme für die Risikoteilung

Jacopo Cimadomo

In diesem Kasten wird dargelegt, welche Rolle die EU-Institutionen und Hilfsprogramme im Rahmen der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) sowie des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)<sup>81</sup> bei der Verbesserung der Risikoteilung im Euroraum spielen. Während sich die einschlägige Literatur meist auf die privaten Risikoteilungskanäle (über die Kapital- und Kreditmärkte) konzentriert, haben aktuelle Studien gezeigt, dass auch die öffentlichen Kanäle auf Ebene der WWU zur Risikoteilung beitragen können. So haben europäische Institutionen wie die Europäische Kommission, die EFSF und der ESM in erheblichem Umfang Kredite an anfälligeren Staaten vergeben. Transferzahlungen der Europäischen Union erfolgen für gewöhnlich über Strukturfonds der EU, wenngleich die Mittel nicht zur Stabilisierung, sondern zur Förderung der wirtschaftlichen Konvergenz bestimmt sind. Im Zuge der offiziellen Hilfsprogramme erhielten Euro-Länder Kredite aus EFSF/ESM, um die Banken zu rekapitalisieren und den eigenen Finanzierungsbedarf zu decken, sofern sie den Zugang zu den Kreditmärkten verloren hatten. EFSF-/ESM-Kredite können als Ex-post-Instrument der Risikoteilung betrachtet werden, das zumindest indirekt einen gewissen Grad der Schockabsorption in den Ländern des Euroraums sicherstellt. So haben die offiziellen Hilfsprogramme über EFSF und ESM die Regierungen der Empfängerländer möglicherweise darin unterstützt, ein gewisses Ausgabenniveau zu wahren. Sie können etwa zur Finanzierung der öffentlichen Gehälter und Renten eingesetzt worden sein, die andernfalls noch stärker gekürzt worden wären (zum Beispiel im Fall eines staatlichen Zahlungsausfalls). Dies könnte dazu beigetragen haben, den privaten (und staatlichen) Konsum aufrechtzuerhalten.

<sup>81</sup> Siehe EZB, [Der Europäische Stabilitätsmechanismus](#), Monatsbericht Juli 2011.

Mit diesem Kanal befassen sich auch zwei aktuelle Studien: Milano<sup>82</sup> und Cimadomo et al.<sup>83</sup> Beide untersuchen, inwieweit die europäischen Institutionen zu einer verbesserten Risikoteilung im Eurogebiet beitragen und schauen dabei insbesondere auf die jüngste Krise. Auf der Grundlage unterschiedlicher Methoden gelangen beide Studien zu der Erkenntnis, dass die europäischen Institutionen einen positiven Einfluss auf die Konsumrisikoteilung im Euroraum haben. So weisen Cimadomo et al. anhand einer Stichprobe von elf Euro-Ländern für den Zeitraum von 2000 bis 2015 nach, dass sich der Grad der Absorption von länderspezifischen Schocks seit der Aktivierung der EFSF im Jahr 2010 und des ESM im Jahr 2012 um rund 17 Prozentpunkte erhöht hat.<sup>84</sup> Milano, der sich auf eine vergleichbare Gruppe von Euro-Ländern stützt, stellt sogar noch deutlichere Effekte fest.

Offizielle Kredite im Rahmen von EFSF/ESM sind dem Kreditkanal zuzurechnen. Die in Abbildung 3 dargestellte empirische Analyse weist für diesen Kanal einen negativen Beitrag zur Risikoteilung im Eurogebiet aus, doch deckt er sowohl die grenzüberschreitende Kreditvergabe von Unternehmen des privaten Sektors als auch offizielle Kredite supranationaler Institutionen ab. Milano zeigt, dass private Unternehmen einen negativen, supranationale Institutionen indes einen positiven Beitrag zum Kreditkanal leisten.

---

## 4 Schlussbemerkungen

Die Erfahrungen während der Großen Rezession haben zu der Einsicht geführt, dass die institutionelle Architektur des Euroraums reformiert werden muss, wenn der Umgang mit schweren wirtschaftlichen Schocks verbessert werden soll. Vor diesem Hintergrund löste der Fünf-Präsidenten-Bericht zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas in Politik und Wissenschaft eine Debatte darüber aus, wie die wirtschaftliche Stabilität der WWU erhöht werden kann. Die Debatte steht im Zeichen neuer Erkenntnisse der empirischen Forschung, die Risikoteilungskanäle innerhalb föderaler Staaten wie auch des Euroraums identifiziert und quantifiziert hat. Dabei wurde auch festgestellt, dass die Risikoteilung im Eurogebiet generell schwächer ausgeprägt ist als in den Vereinigten Staaten. Darüber hinaus ist die stärkere Schockabsorption in den USA hauptsächlich auf eine effektivere private Risikoteilung über die Kredit- und Kapitalmärkte zurückzuführen. Die fiskalische Risikoteilung spielt in den Vereinigten Staaten ebenfalls eine größere Rolle, was der unterschiedlichen institutionellen und politischen Ausgestaltung sowie insbesondere dem hohen Volumen des Bundeshaushalts zuzuschreiben ist.

In diesem Zusammenhang wurden in den letzten Jahren in Europa wichtige institutionelle Schritte zur Errichtung einer echten Wirtschafts- und Währungsunion eingeleitet. Zum einen wurde 2012 der Europäische Stabilitätsmechanismus gegründet, der solventen Ländern des Eurogebiets, die vor Finanzproblemen

---

<sup>82</sup> V. Milano, a. a. O.

<sup>83</sup> J. Cimadomo, O. Furtuna und M. Giuliadori, a. a. O.

<sup>84</sup> Dies bedeutet, dass in den untersuchten elf Euro-Ländern bei einem Schock von 1 % auf das länderspezifische BIP durchschnittlich 0,17 Prozentpunkte über Kredite aus offiziellen EFSF-/ESM-Hilfsprogrammen geglättet werden.



stehen, an Auflagen gebundene Finanzhilfen gewährt. Zum anderen wurde 2014 die europäische Bankenunion errichtet, die sich auf den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus und den Einheitlichen Abwicklungsmechanismus gründet. Sie gewährleistet, dass die Vorschriften im Bankensektor der EU einheitlich angewandt werden, und mindert dadurch die Risiken der Banken, beispielsweise im Hinblick auf deren Forderungen gegenüber dem Staat.

Mit Blick auf die Zukunft sind vornehmlich in den folgenden drei Bereichen weitere Reformen erforderlich: Erstens müssen die Euro-Länder die eigene Fähigkeit zur Bewältigung gesamtwirtschaftlicher Schocks verbessern, vor allem indem sie Schwachstellen in ihrem Wirtschaftssystem, ihrem Bankensektor und ihren öffentlichen Finanzen wirksam abbauen. Die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft muss durch Strukturreformen erhöht werden, die das Potenzialwachstum und die Marktflexibilität stärken. Diesbezüglich ruft der Fünf-Präsidenten-Bericht zu einer signifikanten und nachhaltigen Konvergenz hin zu ähnlich widerstandsfähigen Volkswirtschaften im Euroraum auf, damit die Risikoteilung auf dem Prinzip der Absicherung und nicht auf dauerhaften Transfers beruht. Zugleich sollten die Euro-Länder das derzeit günstige Wirtschaftsklima nutzen, um fiskalische Reserven zu bilden und die Schuldenquoten im Einklang mit den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu senken. Dies ist entscheidend, um künftige wirtschaftliche Schocks überstehen zu können.

Zweitens sind effiziente und integrierte Finanzmärkte eine Grundvoraussetzung für eine wirksame private Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet. In dieser Hinsicht könnte eine echte Kapitalmarktunion erheblich dazu beitragen, Risiken zu diversifizieren und zu verringern. Die Europäische Kommission verabschiedete 2015 einen Aktionsplan mit einer Liste wichtiger Maßnahmen, die stärker diversifizierte Finanzierungsquellen für Unternehmen und die Schaffung eines echten einheitlichen Kapitalmarkts in Europa ermöglichen sollen. In ihrer Halbzeitüberprüfung des Plans wies die Kommission im Juni 2017 auf die Fortschritte etwa bei der Entwicklung der Märkte für Wagniskapital und Verbriefungen sowie auf den verbesserten Zugang der Unternehmen zu den öffentlichen Märkten hin. Gleichzeitig gab sie neue Prioritäten bekannt, beispielsweise das Ziel, im Sinne einer schnelleren Finanzmarktintegration die Wirksamkeit der Aufsicht zu erhöhen, das Potenzial von Finanztechnologien (FinTech) auszuschöpfen und die Kapitalmärkte besser zu nutzen, um die Bankkreditvergabe und die Stabilität zu fördern.

Durch die Vollendung der Bankenunion werden die Risiken für den Steuerzahler verringert und die zwischen den Banken und ihren nationalen Regierungen noch bestehenden Verflechtungen aufgebrochen. Eine europäische Einlagensicherung ist von wesentlicher Bedeutung für ein wirklich integriertes Bankensystem und die einheitliche Währung. Weiter gefestigt würde die Bankenunion durch eine gemeinsame Letztsicherung für den Einheitlichen Abwicklungsfonds, die beim ESM angesiedelt werden könnte, wie etwa die Europäische Kommission in ihrer Mitteilung zur Vertiefung der WWU<sup>85</sup> im Dezember 2017 vorgeschlagen hat. Ein europäisches

<sup>85</sup> Siehe [Weitere Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas: ein Fahrplan](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat und die Europäische Zentralbank, 6. Dezember 2017.



Einlagensicherungssystem in Verbindung mit einer glaubwürdigen einheitlichen Letztsicherung wird das Vertrauen der Einleger in die Bankenunion insgesamt stärken, vor allem weil es auch bei großen Schocks, die den Bankensektor eines Landes (oder einen Teil davon) treffen, Schutz gewährt.<sup>86</sup> Soll die Verflechtung zwischen Banken und Staaten aufgebrochen werden, sind zudem Maßnahmen erforderlich, die den Home Bias in den Staatsanleihebeständen der Banken mindern. Zu diesem Thema wurden verschiedene Vorschläge unterbreitet, die von regulatorischen Strafzahlungen für eine hohe Konzentration bei staatlichen Schuldtiteln bis hin zu einer allgemeinen Reform der aufsichtlichen Behandlung von Forderungen gegenüber Staaten reichen.<sup>87</sup> Der Bericht der hochrangig besetzten Arbeitsgruppe des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu sicheren Vermögenswerten legt nahe, dass die Schaffung einer euroraumweiten risikoarmen Anlageform den Banken-Staat-Nexus lockern könnte.<sup>88</sup> All diese Vorschläge müssen unter anderem hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die Finanzstabilität im Euroraum sorgsam geprüft werden.

Drittens würde der Euroraum von einer zentralen fiskalischen Stabilisierungsfunktion profitieren, die die nationalen wirtschaftlichen Stabilisatoren bei massiven wirtschaftlichen Schocks unterstützt und die Widerstandsfähigkeit der WWU stärkt. Eine solche Fiskalkapazität könnte auf unterschiedlichste Weise realisiert werden, zum Beispiel in Form einer Arbeitslosenversicherung oder eines euroraumweiten Investitionsbudgets. Jede dieser Optionen weist ihre eigenen technischen und politischen Vor- und Nachteile auf. Entscheidend wird jedoch sein, die positiven Effekte für das Funktionieren der WWU zu maximieren und gleichzeitig die Anreize für eine solide Finanzpolitik beizubehalten sowie strukturelle Schwächen auf Länderebene anzugehen. Ziel sollte hierbei nicht eine aktive Feinabstimmung der nationalen Konjunkturzyklen oder eine Nivellierung der Einnahmen sein. Dies geht auch aus den im Fünf-Präsidenten-Bericht beschriebenen Gestaltungsprinzipien hervor, die vorsehen, dass eine Fiskalkapazität nicht zu dauerhaften Transferleistungen in eine Richtung führen sollte.

Fortschritte in Richtung einer Fiskalunion und eine engere Finanzunion im Euroraum werden sich aller Voraussicht nach gegenseitig verstärken. So würden effizientere Kapitalmärkte die Notwendigkeit einer Stabilisierung über andere Kanäle, wie die Finanz- und die Geldpolitik, verringern. Zugleich könnten eine Fiskalunion und stärkere gemeinsame EU-Institutionen grenzüberschreitende Finanzaktivitäten fördern.

---

<sup>86</sup> Siehe EZB, [Financial Integration in Europe](#), 2016.

<sup>87</sup> Siehe Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, [ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures](#), März 2015.

<sup>88</sup> Siehe Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, Band 1 der hochrangigen Arbeitsgruppe des ESRB zu sicheren Vermögenswerten, [Sovereign bond-backed securities: a feasibility study](#), Januar 2018.

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

## 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	1,9	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,8	2,3	1,8	1,7	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2017 Q1	0,9	0,3	0,3	0,5	1,4	0,6	2,4	1,9	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8	
Q2	1,0	0,8	0,2	0,6	1,9	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5	
Q3	1,0	0,8	0,5	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4	
Q4	1,0	0,6	0,4	0,4	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4	
2017 Okt.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4	
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,9	2,2	3,1	0,6	1,7	1,5	
Dez.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4	
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3	
Febr.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1	
März	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3	

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.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	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
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,2	6,7
2017 Q2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,4	53,3	51,6	0,3	1,6	-0,6
Q3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,1	1,6
Q4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,6	1,4
2018 Q1	53,6	54,6	53,5	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	.	.	.
2017 Nov.	53,2	54,5	54,9	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,4	0,9	1,7
Dez.	53,4	54,1	54,8	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,6	1,4
2018 Jan.	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,6	3,2
Febr.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,4	2,9	2,5	3,2
März	52,8	54,2	52,5	51,3	51,8	55,2	53,1	52,8	51,2	.	.	.
April	.	54,8	.	.	.	55,2	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
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	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 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
Dez.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 Jan.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
Febr.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
März	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05

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 <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	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
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	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 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
Dez.	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 Jan.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
Febr.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
März	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47

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
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchsnahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
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	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2017 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
Dez.	389,7	3 564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2 664,3	22 769,9
2018 Jan.	398,4	3 612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2 789,8	23 712,2
Febr.	380,6	3 426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2 705,2	21 991,7
März	375,9	3 374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2 702,8	21 395,5

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 März	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85
April	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
Mai	0,06	0,46	0,39	0,81	6,31	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Juni	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87
Juli	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88
Aug.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91
Sept.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
Okt.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
Nov.	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87
Dez.	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 Jan.	0,04	0,44	0,35	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84
Febr. <sup>(a)</sup>	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,85	4,70	5,70	6,18	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84

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)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 März	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82
April	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81
Mai	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76
Juni	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76
Juli	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74
Aug.	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75
Sept.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73
Okt.	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73
Nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72
Dez.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71
2018 Jan.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,12	1,38	1,60	1,68
Febr. <sup>(a)</sup>	0,04	0,09	0,42	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,17	1,35	1,63	1,71

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 <sup>1)</sup>						
	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	
<b>Kurzfristig</b>														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 239	519	154	.	70	438	57	368	167	54	.	37	79	31
2017 Sept.	1 316	531	162	.	81	478	65	372	163	61	.	37	82	29
Okt.	1 290	528	159	.	84	457	62	384	175	57	.	41	74	36
Nov.	1 281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25
Dez.	1 239	519	154	.	70	438	57	304	139	50	.	30	55	29
2018 Jan.	1 269	533	151	.	77	447	61	399	195	37	.	41	91	36
Febr.	1 277	539	149	.	80	444	65	347	170	35	.	34	78	30
<b>Langfristig</b>														
2015	15 249	3 786	3 287	.	1 057	6 481	637	217	68	46	.	13	81	9
2016	15 398	3 695	3 234	.	1 186	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017	15 349	3 560	3 137	.	1 190	6 819	642	249	66	75	.	17	84	7
2017 Sept.	15 361	3 567	3 178	.	1 177	6 804	634	224	56	56	.	17	90	5
Okt.	15 341	3 579	3 163	.	1 183	6 777	640	249	76	57	.	21	85	10
Nov.	15 373	3 594	3 129	.	1 187	6 819	643	229	55	64	.	23	79	8
Dez.	15 349	3 560	3 137	.	1 190	6 819	642	213	46	92	.	14	54	6
2018 Jan.	15 366	3 569	3 147	.	1 173	6 841	636	302	99	75	.	14	109	5
Febr.	15 396	3 566	3 165	.	1 171	6 864	629	214	56	51	.	12	88	7

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	
<b>Bestände</b>											
2015	16 517,8	4 303,1	3 434,4	.	1 118,7	6 959,2	702,4	6 814,3	584,3	985,2	5 244,9
2016	16 639,6	4 212,9	3 369,9	.	1 245,1	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1
2017	16 588,1	4 079,3	3 291,8	.	1 259,8	7 257,3	699,8	7 959,0	613,6	1 266,1	6 079,3
2017 Sept.	16 676,6	4 097,8	3 339,5	.	1 257,7	7 282,0	699,6	7 932,9	657,7	1 232,6	6 042,6
Okt.	16 631,0	4 106,6	3 322,0	.	1 266,3	7 233,8	702,3	8 164,0	649,6	1 297,1	6 217,3
Nov.	16 654,2	4 120,6	3 282,3	.	1 268,1	7 279,8	703,5	8 005,6	638,4	1 252,4	6 114,8
Dez.	16 588,1	4 079,3	3 291,8	.	1 259,8	7 257,3	699,8	7 959,0	613,6	1 266,1	6 079,3
2018 Jan.	16 634,8	4 102,0	3 298,1	.	1 249,9	7 287,7	697,1	8 208,1	666,7	1 336,1	6 205,3
Febr.	16 672,4	4 105,3	3 314,8	.	1 251,5	7 307,4	693,4	7 924,4	639,8	1 295,7	5 988,9
<b>Wachstumsraten</b>											
2015	0,3	-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	.	7,7	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2017 Sept.	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2
Okt.	1,0	-1,0	-0,6	.	7,4	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1
Nov.	1,1	-0,7	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1
Dez.	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Jan.	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3
Febr.	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,2	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.8 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,9	88,4	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,1	89,4	109,7	89,2
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,9	90,1	112,0	90,5
2017 Q2	95,3	90,3	91,0	84,8	78,8	89,0	110,1	89,0
Q3	98,6	93,2	93,8	87,7	80,7	91,7	114,5	92,3
Q4	98,6	93,1	93,6	87,5	80,5	91,5	115,0	92,5
2018 Q1	99,6	93,9	94,8	.	.	.	117,0	93,8
2017 Okt.	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4
Nov.	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,4
Dez.	98,8	93,3	93,7	-	-	-	115,3	92,6
2018 Jan.	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	93,2
Febr.	99,6	93,9	94,8	-	-	-	117,3	94,0
März	99,7	94,0	95,1	-	-	-	117,7	94,2
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2018 März	0,1	0,1	0,3	-	-	-	0,4	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2018 März	6,1	5,4	6,0	-	-	-	8,4	7,2

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	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 Q2	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
Q3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
Q4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 Q1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2017 Okt.	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
Nov.	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
Dez.	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 Jan.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
Febr.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
März	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2018 März	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,1	-1,8	1,1	-0,1	0,1	2,2	1,2	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2018 März	5,8	0,2	-5,9	0,2	0,8	8,4	-1,8	2,0	2,5	6,6	9,1	15,5

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2017 Q1	25 245,3	25 690,0	-444,7	11 172,4	9 021,1	8 225,5	10 715,6	-60,7	5 181,5	5 953,3	726,6	14 231,8
Q2	24 718,0	25 150,8	-432,8	10 918,3	8 790,0	8 148,6	10 598,6	-46,0	5 014,4	5 762,3	682,7	13 852,5
Q3	24 554,9	24 904,9	-350,0	10 603,8	8 508,0	8 314,0	10 609,1	-57,2	5 019,4	5 787,9	674,8	13 740,7
Q4	24 648,1	24 798,0	-149,8	10 561,0	8 510,7	8 499,4	10 594,2	-51,2	4 969,3	5 693,0	669,7	13 514,5
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2017 Q4	220,7	222,0	-1,3	94,6	76,2	76,1	94,9	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
<b>Transaktionen</b>												
2017 Q1	627,8	581,4	46,4	181,8	191,9	175,8	78,7	23,5	249,1	310,8	-2,3	-
Q2	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
Q3	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
Q4	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2017 Sept.	54,0	-25,4	79,3	14,0	4,5	67,2	28,9	-1,9	-31,8	-58,8	6,4	-
Okt.	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
Nov.	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
Dez.	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018 Jan.	311,8	296,9	14,9	37,4	11,2	87,9	66,7	0,6	183,6	219,0	2,3	-
Febr.	92,5	77,9	14,6	29,8	25,0	26,5	-15,8	0,0	36,2	68,7	-0,1	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2018 Febr.	894,5	445,2	449,2	76,9	-23,7	620,5	323,3	4,7	188,5	145,7	3,8	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2018 Febr.	8,0	4,0	4,0	0,7	-0,2	5,6	2,9	0,0	1,7	1,3	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 <sup>1)</sup>			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2015	10 515,8	10 031,0	5 753,8	2 169,4	2 078,4	1 016,6	638,1	418,0	29,4	484,9	4 846,9	4 362,0
2016	10 790,1	10 312,1	5 891,4	2 220,1	2 190,5	1 052,3	674,9	457,8	10,0	478,0	4 938,2	4 460,2
2017	11 168,6	10 664,0	6 073,7	2 273,9	2 287,0	1 113,4	712,7	455,4	29,5	504,6	5 286,3	4 781,7
2017 Q1	2 748,6	2 631,7	1 504,6	562,7	560,1	273,1	172,2	113,4	4,3	116,9	1 297,5	1 180,6
Q2	2 782,0	2 663,7	1 515,3	566,3	573,0	277,4	176,1	118,2	9,1	118,3	1 309,0	1 190,7
Q3	2 810,3	2 678,1	1 522,5	570,5	573,5	279,7	179,9	112,5	11,6	132,2	1 326,6	1 194,4
Q4	2 835,1	2 695,9	1 532,5	574,6	583,1	284,0	184,4	113,3	5,7	139,2	1 363,1	1 224,0
In % des BIP												
2017	100,0	95,5	54,4	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,5	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2017 Q1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,1	1,5	0,9	-4,2	-	-	1,4	0,3
Q2	0,7	1,0	0,5	0,4	2,0	1,1	2,1	4,2	-	-	1,2	1,8
Q3	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,3	0,2	2,0	-5,1	-	-	1,7	0,7
Q4	0,7	0,3	0,2	0,3	1,2	0,7	2,3	0,3	-	-	2,2	1,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	-	-	3,4	4,8
2017	2,4	1,9	1,7	1,2	2,9	3,3	5,2	-1,2	-	-	5,1	4,3
2017 Q1	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,2	3,6	6,9	-	-	4,8	4,7
Q2	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,0	4,4	1,0	-	-	4,5	4,5
Q3	2,7	2,0	1,9	1,4	2,5	3,5	6,2	-4,9	-	-	5,8	4,5
Q4	2,8	1,6	1,5	1,4	3,0	3,6	7,6	-5,0	-	-	6,6	4,4
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2017 Q1	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,5	-	-
Q2	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
Q3	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
Q4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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	-0,2	-0,4	-	-
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,6	-	-
2017 Q1	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-	-
Q2	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	-	-
Q3	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
Q4	2,8	1,6	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-0,2	-0,2	1,2	-	-

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 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
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>												
2015	9 443,6	153,9	1 900,3	468,5	1 782,4	433,2	464,0	1 073,1	1 026,2	1 811,6	330,4	1 072,2
2016	9 680,7	151,6	1 936,8	489,0	1 831,1	451,3	454,0	1 100,6	1 071,1	1 857,5	337,6	1 109,4
2017	10 012,7	164,4	1 998,9	513,6	1 907,6	467,7	453,1	1 132,5	1 123,4	1 906,1	345,4	1 156,0
2017 Q1	2 464,7	40,5	490,5	125,7	469,2	115,0	112,8	279,7	275,2	470,7	85,2	284,0
Q2	2 494,1	40,8	497,2	127,9	476,4	116,7	113,0	282,1	279,2	474,8	86,0	287,8
Q3	2 519,9	41,3	504,1	129,5	479,7	117,7	113,9	284,6	283,2	478,9	86,9	290,4
Q4	2 541,5	41,8	510,9	131,4	483,4	118,5	113,5	286,0	286,5	482,0	87,3	293,6
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2017 Q1	0,7	1,5	0,3	1,3	1,2	1,2	-0,1	0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
Q2	0,7	-0,3	1,1	0,8	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
Q3	0,7	0,5	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
Q4	0,7	0,1	1,6	1,1	0,6	0,8	0,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,4
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	0,9	3,0	2,7	2,9	4,5	0,1	1,3	3,6	1,3	1,1	2,6
2017 Q1	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,6	1,2	3,5	1,1	0,9	2,6
Q2	2,4	0,1	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,9	3,0
Q3	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,5	4,0	1,5	1,4	2,6
Q4	2,8	1,8	4,6	3,6	3,0	4,3	1,0	1,5	4,0	1,3	1,4	2,0
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2017 Q1	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	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	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
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	0,2	0,0	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2017 Q1	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q3	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-
Q4	2,8	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
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
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,2	0,6	-0,2	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,3	0,9
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,2	1,1	1,5	1,7	3,2	-0,9	2,2	3,4	1,3	1,4
2017 Q1	1,6	1,8	0,0	0,9	0,9	1,1	1,8	3,4	-0,5	1,0	3,3	1,3	0,8
Q2	1,6	2,0	-0,6	0,1	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,8	2,6	3,3	1,2	1,4
Q3	1,7	2,1	-0,4	-0,9	1,3	1,8	1,8	3,1	-0,9	2,3	3,4	1,3	2,2
Q4	1,6	1,9	-0,4	-0,7	1,2	2,2	1,4	3,1	-1,3	2,8	3,5	1,3	1,1
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
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
2017	100,0	81,2	18,8	4,1	15,3	6,7	25,7	3,0	2,6	1,0	13,4	21,9	6,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	0,9
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,3	0,6	0,0	1,5	2,1	0,6	2,2	2,9	1,0	0,9
2017	1,4	1,9	-0,6	-1,1	1,1	1,5	1,6	3,3	-0,8	2,3	3,3	1,0	0,9
2017 Q1	1,2	1,7	-0,7	-1,0	0,7	1,2	1,4	3,4	-0,1	0,9	3,2	0,8	0,1
Q2	1,5	2,0	-0,4	-1,2	1,1	1,1	2,0	3,7	-1,1	2,4	3,2	1,0	1,0
Q3	1,8	2,3	-0,2	-1,0	1,6	1,9	2,1	3,4	-0,4	2,3	3,5	1,1	1,8
Q4	1,8	2,3	-0,4	-0,6	1,8	3,0	1,6	3,3	-1,2	3,9	3,6	1,2	0,5
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,0
2017	-0,2	0,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,4
2017 Q1	-0,3	-0,2	-0,6	-1,9	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6
Q2	-0,1	0,0	0,2	-1,3	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Q3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,4	0,3	0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,4
Q4	0,2	0,3	0,0	0,1	0,6	0,8	0,2	0,2	0,1	1,1	0,1	-0,1	-0,6

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 <sup>1)</sup>	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	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			81,7		18,3		52,2		47,8		
2015	160,717	4,6	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,255	10,0	5,0	13,290	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	10,4	1,7
2017	162,635	4,1	14,754	9,1	4,4	12,086	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,118	9,5	1,9
2017 Q1	161,766	4,3	15,377	9,5	4,8	12,617	8,5	2,760	19,5	7,951	9,1	7,426	9,9	1,9
Q2	162,351	4,2	14,864	9,1	4,5	12,151	8,2	2,713	19,1	7,685	8,8	7,179	9,6	1,9
Q3	163,317	4,0	14,587	9,0	4,2	11,953	8,0	2,634	18,5	7,571	8,6	7,016	9,3	1,9
Q4	163,107	3,9	14,187	8,7	4,2	11,621	7,8	2,566	18,0	7,338	8,4	6,850	9,1	2,0
2017 Sept.	-	-	14,457	8,9	-	11,837	8,0	2,620	18,4	7,493	8,5	6,963	9,2	-
Okt.	-	-	14,317	8,8	-	11,717	7,9	2,600	18,2	7,406	8,5	6,912	9,2	-
Nov.	-	-	14,186	8,7	-	11,625	7,8	2,560	17,9	7,329	8,4	6,857	9,1	-
Dez.	-	-	14,059	8,6	-	11,520	7,7	2,539	17,8	7,279	8,3	6,780	9,0	-
2018 Jan.	-	-	14,057	8,6	-	11,529	7,7	2,528	17,7	7,283	8,3	6,774	9,0	-
Febr.	-	-	13,916	8,5	-	11,396	7,7	2,520	17,7	7,246	8,3	6,670	8,9	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- einkang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,8	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	2,8	8,8
2016	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,3	2,9	7,9	2,2	1,4	3,1	0,9	5,6
2017 Q2	2,5	2,6	3,3	2,2	1,9	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,1	1,5	6,0
Q3	4,0	4,4	4,6	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,5	1,3	4,0	0,4	5,5
Q4	4,1	4,8	5,4	6,1	2,2	-0,6	2,7	9,6	2,0	0,8	2,9	0,0	6,3
2018 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,3
2017 Okt.	2,7	3,4	5,2	1,6	4,2	-2,6	3,0	9,2	0,2	-0,5	0,5	-0,2	5,9
Nov.	4,7	5,4	4,9	9,2	0,5	-0,7	2,7	10,4	3,7	1,7	5,5	0,4	8,6
Dez.	5,2	5,6	6,2	7,8	2,1	1,3	1,9	9,1	2,0	1,3	2,9	-0,2	4,4
2018 Jan.	3,7	6,0	5,2	8,8	3,0	-8,9	6,9	9,2	1,5	0,0	3,0	-1,0	6,4
Febr.	2,9	2,5	2,9	2,2	2,1	5,7	0,4	6,4	1,8	1,2	2,3	-0,1	4,8
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2017 Okt	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	-1,3	0,1	0,7	-1,1	-1,6	-1,2	-0,2	-2,8
Nov.	1,5	1,6	0,7	2,7	0,4	2,5	0,3	1,8	2,0	1,4	2,9	0,5	4,4
Dez.	-0,1	-0,3	1,1	-1,7	0,2	0,9	0,8	1,7	-1,0	-0,3	-1,5	-0,3	0,4
2018 Jan.	-0,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-5,4	-0,8	-2,1	-0,3	-0,7	0,0	-0,1	0,1
Febr.	-0,8	-2,0	-0,8	-3,6	-1,0	6,8	-0,5	0,0	0,1	0,8	-0,5	0,9	-0,6
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3

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	Zusammengesetzter EMI 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	
1999-2014	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 Q2	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
Q3	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
Q4	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 Q1	113,9	7,8	.	0,5	4,7	3,7	16,9	.	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 Nov.	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
Dez.	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 Jan.	114,9	9,1	84,5	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
Febr.	114,2	8,0	-	0,1	4,3	4,5	17,6	-	58,6	59,6	56,2	57,1
März	112,6	6,4	-	0,1	5,2	1,6	16,3	-	56,6	55,9	54,9	55,2
April	.	.	-	0,4	.	.	.	-	56,0	55,8	55,0	55,2

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	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	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,4	4,9	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,5	1,9	1,4	3,3	2,5	33,2	6,4	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,9	5,6	4,3	4,5	33,1	7,8	135,2	4,0	6,1	2,1
2017 Q1	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,1	7,2	135,4	4,6	9,9	2,5
Q2	12,1	93,1	1,2	2,0	5,2	5,0	4,7	32,9	6,5	134,2	4,2	10,2	2,5
Q3	12,0	93,0	1,5	2,1	6,7	5,0	5,2	33,2	6,6	133,0	4,4	4,1	2,6
Q4	.	.	1,4	2,0	7,4	5,1	6,0	33,5	6,9	.	3,6	2,7	2,0

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 <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 Q1	958,1	870,5	87,6	560,5	484,9	206,7	188,7	164,4	138,2	26,5	58,6	7,4	17,6
Q2	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
Q3	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
Q4	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2017 Sept.	330,9	291,7	39,2	194,8	161,5	71,7	62,1	55,5	46,0	9,0	22,2	2,2	3,1
Okt.	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
Nov.	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
Dez.	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018 Jan.	329,6	290,5	39,0	196,5	167,5	71,3	62,7	53,0	42,1	8,7	18,2	2,9	1,8
Febr.	324,8	289,7	35,1	193,8	165,9	71,7	62,8	51,1	44,8	8,2	16,2	2,1	1,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2018 Febr.	3 926,8	3 518,8	408,1	2 306,1	1 950,7	853,6	751,8	659,6	565,0	107,4	251,3	33,4	45,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2018 Febr.	35,1	31,5	3,7	20,6	17,5	7,6	6,7	5,9	5,1	1,0	2,2	0,3	0,4

1) Nicht saisonbereinigt.

#### 3.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)<sup>1)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>2)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2017 Q1	11,2	14,3	541,5	258,8	110,9	161,9	451,0	488,0	279,5	78,9	121,5	346,7	59,5
Q2	5,4	10,1	545,5	257,2	112,7	163,0	456,3	488,4	275,9	81,1	123,9	355,0	52,2
Q3	6,0	7,9	547,1	257,0	114,3	164,1	459,7	485,5	272,8	80,7	122,7	354,8	48,4
Q4	6,1	7,5	562,0	268,2	115,5	167,1	471,2	499,5	285,2	80,8	124,8	359,5	58,9
2017 Sept.	5,2	5,5	184,9	87,0	39,2	54,9	155,5	161,3	90,9	26,9	40,8	117,2	16,5
Okt.	9,0	10,7	181,4	86,7	36,7	54,0	151,8	163,0	92,5	27,1	41,3	119,1	17,7
Nov.	8,5	9,1	188,8	90,4	38,5	56,1	157,8	167,8	95,3	27,2	42,4	120,0	19,7
Dez.	0,8	2,6	191,8	91,1	40,3	57,0	161,6	168,6	97,4	26,4	41,2	120,4	21,5
2018 Jan.	9,0	5,8	190,5	92,7	38,3	56,7	158,9	170,3	98,2	27,6	41,6	120,1	23,1
Febr.	3,0	1,6	186,1	.	.	.	155,2	165,1	.	.	.	115,8	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2017 Q1	6,7	3,6	121,2	121,0	119,7	125,1	120,7	110,6	111,3	108,9	110,8	112,9	108,8
Q2	1,6	2,5	122,4	121,0	121,7	125,6	122,1	112,9	112,8	113,1	114,2	116,3	104,5
Q3	3,8	3,3	123,9	121,8	124,5	128,0	124,0	114,3	113,9	115,0	113,8	117,7	100,3
Q4	4,5	3,9	126,5	125,8	125,2	130,4	126,8	114,5	114,8	112,6	115,1	118,1	106,6
2017 Aug.	5,1	5,3	124,8	122,2	125,6	129,9	125,1	115,5	115,3	118,4	114,2	119,8	100,6
Sept.	3,1	1,2	125,9	124,0	128,4	128,5	126,2	113,8	113,2	115,4	114,1	117,2	98,3
Okt.	6,9	7,5	123,0	122,7	121,1	126,1	123,0	114,6	114,8	116,4	115,0	119,0	102,7
Nov.	6,7	4,1	127,6	126,9	124,9	132,4	127,5	115,2	114,6	114,5	116,8	118,1	105,4
Dez.	-0,2	-0,2	128,9	127,8	129,6	132,8	130,0	113,8	115,1	107,0	113,7	117,1	111,9
2018 Jan.	8,7	4,9	128,0	128,9	123,5	133,0	127,9	114,5	114,9	112,9	114,5	116,9	114,6

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 Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		2	3 Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel										
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 Q2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,6	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3
Q3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
Q4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 Q1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,4	1,2	1,9
2017 Okt.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,1
Nov.	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,2
Dez.	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 Jan.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9
Febr.	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8
März	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- mieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2018)	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1
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
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 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
Q4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 Q1	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
2017 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	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0	0,4
Dez.	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4
2018 Jan.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
Febr.	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1
März	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2

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](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2016/2016_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile)).



## 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 <sup>1)</sup>										Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien <sup>2)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>2)</sup>
	Insgesamt (Index: 2015 = 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 % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,8	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	
2017 Q1	100,7	4,1	4,0	2,0	3,0	0,8	1,7	2,4	0,1	10,5	1,9	3,7	
Q2	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	
Q3	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	0,9	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	
Q4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	
2017 Sept.	100,9	2,9	2,9	2,2	3,2	0,9	2,1	2,9	0,2	4,4	-	-	
Okt.	101,3	2,5	2,5	2,2	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	
Nov.	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	0,9	1,5	2,1	0,3	5,2	-	-	
Dez.	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	-	-	
2018 Jan.	102,4	1,6	1,9	1,7	2,8	1,0	1,0	1,3	0,4	1,2	-	-	
Febr.	102,5	1,6	1,4	1,6	2,4	1,0	0,9	1,0	0,5	2,0	-	-	

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](http://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 <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			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	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,2	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,2	17,2
2017 Q2	107,9	1,2	1,5	1,4	1,2	1,4	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
Q3	108,3	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
Q4	108,5	1,2	1,4	1,3	1,3	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,8	5,9
2018 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	54,6	-8,9	-14,1	-3,9	-7,8	-12,5	-2,6
2017 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,5	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-6,7	-12,3	-1,2	-4,8	-9,3	0,4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-7,8	-15,2	-0,5	-6,3	-12,6	1,2
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,4	-14,3	-4,9	-8,0	-12,2	-3,3
März	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,4	-12,8	-6,3	-9,2	-12,6	-5,4

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2014	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 Q2	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
Q3	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
Q4	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 Q1	12,2	7,2	9,4	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2017 Nov.	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1
Dez.	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 Jan.	12,5	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
Febr.	12,6	6,8	9,6	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
März	11,5	7,3	8,8	11,7	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
April	.	.	.	.	.	63,4	56,8	57,0	51,8

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			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	
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,5
2017 Q1	100,6	1,5	1,5	1,7	1,4	1,9	1,6
Q2	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
Q3	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,5
Q4	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,6

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](http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2015	104,8	0,4	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,5	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	1,9	0,0	-0,5	1,1	0,0	2,0	4,3	0,8	1,2	1,4
2017	106,5	0,8	-0,1	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	4,6	2,0	1,7	1,7
2017 Q1	106,2	0,9	0,3	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,8	3,0	1,8	1,7	1,7
Q2	106,3	0,8	0,9	-0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,7	6,1	2,3	1,7	2,2
Q3	106,4	0,6	-0,4	-1,2	-0,1	0,4	1,1	0,1	4,4	1,9	1,4	1,5
Q4	106,7	0,6	-1,0	-1,4	0,6	0,1	1,1	-1,0	4,9	1,7	1,8	1,4
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9
2016	109,5	1,2	0,9	1,3	1,4	1,4	0,3	2,3	3,1	0,8	1,3	1,7
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,5	3,7	2,2	1,7	1,5
2017 Q1	110,6	1,4	0,0	1,3	1,3	1,4	0,4	1,7	3,3	2,0	1,6	1,8
Q2	111,0	1,6	0,9	1,4	1,9	1,3	1,7	1,6	4,7	2,1	1,8	1,7
Q3	111,4	1,6	1,4	1,4	1,1	1,9	2,4	1,2	3,6	2,5	1,6	0,8
Q4	112,2	1,8	1,6	1,9	2,0	1,6	2,2	1,3	3,5	2,2	1,8	1,6
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2015	103,2	1,1	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-1,0	1,3	1,9	0,3	0,2	0,2	-1,1	0,0	0,0	0,3
2017	104,4	0,7	1,0	1,9	1,1	1,2	1,2	1,0	-0,8	0,2	0,0	-0,3
2017 Q1	104,1	0,5	-0,4	0,9	1,3	1,0	1,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1
Q2	104,4	0,8	0,0	1,9	2,0	1,4	1,6	0,9	-1,4	-0,2	0,1	-0,5
Q3	104,7	1,0	1,8	2,6	1,2	1,5	1,3	1,1	-0,8	0,6	0,2	-0,7
Q4	105,1	1,2	2,6	3,3	1,3	1,5	1,1	2,3	-1,3	0,4	0,1	0,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
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	0,4	1,3	1,4	1,4	0,8	1,7	3,3	0,6	1,5	1,6
2017	113,2	1,6	0,9	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	3,4	2,1	2,0	1,7
2017 Q1	112,4	1,6	0,5	1,4	0,9	1,4	0,3	1,4	3,2	1,8	2,1	2,6
Q2	112,7	1,6	1,8	1,3	1,7	1,2	1,3	2,0	4,9	2,0	2,1	2,0
Q3	113,1	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,4	1,8	0,7	3,3	2,2	1,8	1,0
Q4	113,8	1,4	0,7	1,1	1,2	1,2	1,7	1,0	2,2	2,0	1,8	1,9
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2015	105,2	1,0	3,4	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,7	0,4	0,8	-0,4	-1,2	-0,1	0,3	0,3
2017	106,8	0,9	2,0	1,9	1,2	1,2	1,2	1,0	-0,9	0,3	0,3	0,2
2017 Q1	106,3	0,8	1,5	1,1	1,2	1,4	1,5	-0,5	0,4	0,3	0,3	0,7
Q2	106,5	0,9	1,3	1,8	2,0	1,2	1,3	1,3	-1,2	0,0	0,3	0,0
Q3	106,8	0,9	1,9	2,2	1,1	1,1	1,0	0,7	-0,8	0,4	0,3	-0,3
Q4	107,3	1,0	2,4	2,7	0,6	1,4	0,9	2,2	-2,3	0,4	0,1	0,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.1 Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

(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							
1	2	3	4	5								
<b>Bestände</b>												
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	6 083,9	7 159,0	1 329,6	2 221,2	3 550,8	10 709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11 399,0
2017	1 112,0	6 634,9	7 746,9	1 194,7	2 261,2	3 455,9	11 202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11 863,8
2017 Q1	1 087,2	6 247,9	7 335,1	1 306,3	2 225,7	3 532,0	10 867,1	74,4	531,6	100,2	706,2	11 573,2
Q2	1 094,9	6 383,4	7 478,3	1 259,8	2 237,4	3 497,2	10 975,5	68,2	513,7	80,1	662,1	11 637,6
Q3	1 103,9	6 531,0	7 634,9	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 110,3	66,6	530,6	80,1	677,4	11 787,7
Q4	1 112,0	6 634,9	7 746,9	1 194,7	2 261,2	3 455,9	11 202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11 863,8
2017 Sept.	1 103,9	6 531,0	7 634,9	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 110,3	66,6	530,6	80,1	677,4	11 787,7
Okt.	1 110,0	6 547,7	7 657,7	1 218,2	2 258,6	3 476,8	11 134,6	68,9	528,1	68,4	665,4	11 800,0
Nov.	1 110,2	6 613,1	7 723,3	1 202,1	2 258,9	3 461,1	11 184,4	78,4	518,8	77,4	674,6	11 859,0
Dez.	1 112,0	6 634,9	7 746,9	1 194,7	2 261,2	3 455,9	11 202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11 863,8
2018 Jan.	1 114,5	6 677,1	7 791,6	1 198,3	2 263,9	3 462,2	11 253,9	74,7	513,9	57,7	646,3	11 900,2
Febr. <sup>(p)</sup>	1 115,6	6 714,3	7 829,9	1 180,2	2 265,4	3 445,6	11 275,4	73,0	499,2	63,1	635,3	11 910,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
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	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	37,1	586,5	623,5	-111,5	36,3	-75,2	548,3	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,7
2017 Q1	12,1	166,8	178,9	-21,0	4,4	-16,6	162,3	4,1	8,5	4,0	16,5	178,8
Q2	7,8	154,9	162,7	-36,7	11,3	-25,4	137,3	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,3
Q3	9,1	157,5	166,6	-32,6	10,8	-21,8	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,3
Q4	8,2	107,2	115,4	-21,3	9,8	-11,4	103,9	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,3
2017 Sept.	4,4	45,0	49,3	-16,4	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
Okt.	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
Nov.	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
Dez.	1,9	24,3	26,1	-6,4	2,3	-4,1	22,0	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,2
2018 Jan.	2,4	48,9	51,3	6,3	4,3	10,6	61,9	-0,7	4,5	-16,9	-13,2	48,8
Febr. <sup>(p)</sup>	1,1	33,0	34,1	-19,7	1,4	-18,3	15,8	-2,0	-14,6	4,6	-12,1	3,7
<b>Wachstumsraten</b>												
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	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 Q1	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
Q2	3,8	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,9
Q3	3,5	11,0	9,8	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
Q4	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 Sept.	3,5	11,0	9,8	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
Okt.	3,5	10,5	9,5	-9,7	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
Nov.	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
Dez.	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018 Jan.	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,2	-1,6	-1,1	-38,7	-6,3	4,5
Febr. <sup>(p)</sup>	2,9	9,4	8,4	-9,1	1,8	-2,3	4,9	7,9	-2,9	-35,3	-6,4	4,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.2 In M3 enthaltene Einlagen<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungs- gesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	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			
<b>Bestände</b>													
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	2 082,3	1 617,4	296,2	160,3	8,4	6 052,3	3 400,9	644,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 697,5	561,8	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2017 Q1	2 160,5	1 694,9	301,4	157,6	6,5	6 137,2	3 497,7	622,0	2 014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
Q2	2 190,0	1 732,0	293,6	158,0	6,4	6 188,9	3 560,3	600,8	2 025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
Q3	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
Q4	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 697,5	561,8	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2017 Sept.	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
Okt.	2 231,5	1 786,0	280,6	159,3	5,5	6 294,0	3 673,5	576,1	2 042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
Nov.	2 247,7	1 797,9	282,2	159,6	7,9	6 295,4	3 682,1	568,8	2 042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
Dez.	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 697,5	561,8	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2018 Jan.	2 287,2	1 823,4	294,7	158,6	10,5	6 329,8	3 724,4	556,4	2 047,4	1,7	982,3	202,1	412,6
Febr. <sup>(p)</sup>	2 267,1	1 812,5	287,5	158,1	8,9	6 359,7	3 759,9	549,1	2 048,9	1,8	982,6	207,8	415,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
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	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,5	303,9	-81,6	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0
2017 Q1	81,1	79,0	6,6	-2,6	-1,9	85,1	97,3	-23,0	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
Q2	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,9	65,8	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
Q3	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,5	75,5	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
Q4	23,4	16,3	1,4	1,5	4,2	48,0	65,3	-21,5	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017 Sept.	12,2	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	27,9	-6,3	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
Okt.	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,6	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
Nov.	17,9	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
Dez.	-4,2	-11,1	5,2	0,1	1,5	8,1	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018 Jan.	48,4	39,7	8,9	-1,2	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-24,9	1,7	2,8
Febr. <sup>(p)</sup>	-22,3	-12,4	-7,8	-0,5	-1,7	28,8	34,8	-7,6	1,5	0,1	-2,3	5,5	3,0
<b>Wachstumsraten</b>													
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	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 Q1	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,0	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
Q2	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,6	-12,3	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
Q3	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
Q4	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 Sept.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
Okt.	8,4	12,2	-7,0	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,7	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
Nov.	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
Dez.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018 Jan.	8,7	10,8	0,4	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	6,9	4,1	5,4
Febr. <sup>(p)</sup>	6,8	9,0	-2,6	0,3	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	6,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum<sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
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	12 877,7	10 708,3	10 979,2	4 313,5	5 447,3	834,7	112,7	1 385,4	784,0
2017	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,1	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5
2017 Q1	4 434,5	1 071,6	3 348,8	13 006,3	10 790,4	11 047,5	4 332,7	5 494,6	850,2	112,9	1 423,2	792,6
Q2	4 463,9	1 064,5	3 385,2	13 001,0	10 766,7	11 050,3	4 301,9	5 520,1	832,0	112,7	1 437,8	796,5
Q3	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 049,0	10 816,1	11 103,7	4 304,9	5 554,6	844,8	111,9	1 438,8	794,1
Q4	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,1	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5
2017 Sept.	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 049,0	10 816,1	11 103,7	4 304,9	5 554,6	844,8	111,9	1 438,8	794,1
Okt.	4 559,0	1 044,7	3 500,5	13 093,8	10 860,8	11 147,2	4 331,9	5 565,2	851,6	112,1	1 432,6	800,4
Nov.	4 581,9	1 041,6	3 526,4	13 121,5	10 888,7	11 170,0	4 344,5	5 581,1	848,1	115,0	1 426,9	805,8
Dez.	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,1	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5
2018 Jan.	4 597,4	1 031,2	3 552,0	13 182,3	10 932,0	11 228,9	4 353,1	5 603,8	862,6	112,5	1 449,3	801,0
Febr. <sup>(p)</sup>	4 596,0	1 023,2	3 558,6	13 180,8	10 937,4	11 222,3	4 347,3	5 617,8	858,5	113,8	1 457,4	786,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	317,1	234,2	258,2	81,5	120,2	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	290,1	-43,4	332,9	360,7	271,7	315,4	80,0	173,3	22,0	-3,6	64,0	25,0
2017 Q1	77,4	-11,1	88,0	143,5	96,6	86,7	26,4	49,6	20,4	0,2	36,7	10,1
Q2	34,6	-5,2	39,8	55,6	24,3	49,2	0,1	34,8	-10,6	0,0	19,4	12,0
Q3	88,7	-10,8	99,6	73,9	75,5	86,8	20,7	40,7	14,9	-0,7	2,1	-3,8
Q4	89,4	-16,3	105,5	87,8	75,3	92,8	32,8	48,3	-2,7	-3,0	5,8	6,7
2017 Sept.	16,6	-3,5	20,4	22,0	24,0	27,3	4,5	15,6	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
Okt.	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	27,6	11,2	5,3	0,2	-8,8	2,7
Nov.	20,8	-1,4	22,2	43,8	35,4	32,3	16,0	18,3	-1,9	2,9	0,3	8,1
Dez.	64,4	-9,1	73,4	5,7	-4,5	15,7	-10,9	18,7	-6,1	-6,2	14,2	-4,1
2018 Jan.	-29,9	-0,6	-29,6	77,2	68,2	68,8	33,1	7,2	24,2	3,7	11,1	-2,0
Febr. <sup>(p)</sup>	-0,6	-7,8	7,1	-0,8	3,0	-10,3	-7,5	14,0	-4,8	1,3	8,3	-12,1
<b>Wachstumsraten</b>												
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	5,6	-9,0	6,0	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
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	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4
Q3	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
Q4	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017 Sept.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
Okt.	7,4	-4,2	11,5	2,7	2,5	2,8	1,7	3,1	3,6	-1,6	4,4	2,8
Nov.	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4
Dez.	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2018 Jan.	5,4	-4,4	8,7	3,0	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,5	2,2
Febr. <sup>(p)</sup>	5,1	-4,1	8,1	2,8	2,7	3,0	1,9	3,0	4,6	2,0	4,9	0,2

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 Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
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	4 313,5	4 313,1	1 002,2	797,7	2 513,6	5 447,3	5 727,2	615,6	4 083,3	748,4
2017	4 325,1	4 365,0	976,8	820,5	2 527,8	5 597,9	5 865,6	653,3	4 214,2	730,5
2017 Q1	4 332,7	4 333,8	1 006,0	802,5	2 524,2	5 494,6	5 768,9	626,9	4 123,3	744,5
Q2	4 301,9	4 316,1	990,8	798,6	2 512,5	5 520,1	5 798,9	635,3	4 147,7	737,1
Q3	4 304,9	4 326,1	978,2	812,4	2 514,3	5 554,6	5 828,8	644,7	4 179,0	730,9
Q4	4 325,1	4 365,0	976,8	820,5	2 527,8	5 597,9	5 865,6	653,3	4 214,2	730,5
2017 Sept.	4 304,9	4 326,1	978,2	812,4	2 514,3	5 554,6	5 828,8	644,7	4 179,0	730,9
Okt.	4 331,9	4 352,6	992,4	816,9	2 522,6	5 565,2	5 840,5	647,7	4 186,7	730,7
Nov.	4 344,5	4 365,7	987,9	822,7	2 533,9	5 581,1	5 853,2	652,2	4 197,5	731,5
Dez.	4 325,1	4 365,0	976,8	820,5	2 527,8	5 597,9	5 865,6	653,3	4 214,2	730,5
2018 Jan.	4 353,1	4 387,6	996,1	826,5	2 530,6	5 603,8	5 879,8	659,2	4 215,6	729,0
Febr. <sup>(p)</sup>	4 347,3	4 377,6	989,8	821,5	2 536,0	5 617,8	5 893,7	661,9	4 223,4	732,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,5	98,7	-17,3	44,2	54,6	120,2	114,4	23,9	105,5	-9,2
2017	80,0	131,3	0,7	36,3	43,1	173,3	166,1	43,4	134,0	-4,1
2017 Q1	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,6	43,8	11,2	39,3	-0,8
Q2	0,1	10,8	-1,8	2,3	-0,4	34,8	40,3	10,3	25,0	-0,6
Q3	20,7	33,2	-6,3	17,1	10,0	40,7	36,3	10,6	33,3	-3,3
Q4	32,8	55,9	2,6	10,6	19,5	48,3	45,8	11,3	36,4	0,6
2017 Sept.	4,5	7,4	-3,3	8,1	-0,3	15,6	11,5	2,3	13,6	-0,3
Okt.	27,6	28,4	14,0	4,7	8,9	11,2	12,6	3,4	7,6	0,2
Nov.	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,3	16,0	5,7	11,4	1,1
Dez.	-10,9	9,9	-8,9	-0,9	-1,0	18,7	17,2	2,1	17,4	-0,7
2018 Jan.	33,1	26,1	21,7	7,4	3,9	7,2	17,8	5,9	1,9	-0,6
Febr. <sup>(p)</sup>	-7,5	-8,9	-7,5	-5,2	5,2	14,0	9,3	2,9	7,3	3,8
<b>Wachstumsraten</b>										
2015	-0,3	0,5	-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
2017	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
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	-2,5	3,8	2,0	2,9	2,6	6,0	3,2	-1,1
Q3	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
Q4	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2017 Sept.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
Okt.	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,1	2,7	6,8	3,3	-0,9
Nov.	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,1	2,8	7,2	3,1	-0,8
Dez.	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2018 Jan.	2,3	3,4	1,0	5,3	1,8	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,8
Febr. <sup>(p)</sup>	1,9	3,1	0,5	4,6	1,7	3,0	2,9	7,3	2,9	-0,1

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)<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
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	314,2	6 956,8	2 090,9	70,9	2 146,7	2 648,4	1 136,9	261,8	205,9	121,6
2017	356,2	6 747,7	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2017 Q1	308,2	6 918,0	2 068,1	69,3	2 106,5	2 674,2	1 103,9	254,7	183,1	111,8
Q2	305,7	6 800,7	2 035,7	66,8	2 066,4	2 631,9	1 031,3	247,8	154,2	109,7
Q3	365,3	6 731,3	2 007,3	61,5	2 016,2	2 646,3	1 023,9	263,1	140,6	85,4
Q4	356,2	6 747,7	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2017 Sept.	365,3	6 731,3	2 007,3	61,5	2 016,2	2 646,3	1 023,9	263,1	140,6	85,4
Okt.	341,8	6 720,2	1 983,1	60,8	2 012,7	2 663,5	965,6	243,6	158,3	109,5
Nov.	308,9	6 696,7	1 964,8	60,1	2 016,2	2 655,5	951,8	209,4	167,6	132,7
Dez.	356,2	6 747,7	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2018 Jan.	316,2	6 734,0	1 959,4	60,5	2 022,5	2 691,7	817,9	352,8	133,2	85,8
Febr. <sup>(p)</sup>	346,4	6 715,2	1 955,3	59,8	2 016,0	2 684,0	842,2	353,2	124,9	83,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,8	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,6	-79,6	-84,8	-8,7	-71,8	85,6	-103,1	-63,0	-60,8	-27,3
2017 Q1	-7,5	-12,2	-16,6	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
Q2	-2,6	-10,9	-24,8	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,3	-28,9	-2,1
Q3	64,9	-23,7	-25,5	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
Q4	-9,2	-32,9	-17,8	-1,8	-11,3	-2,0	-78,8	-57,0	3,3	8,2
2017 Sept.	22,3	-15,8	-8,7	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,4	16,2	16,5
Okt.	-23,3	-28,3	-25,0	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
Nov.	-33,0	-3,5	2,2	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
Dez.	47,2	-1,1	5,0	-0,5	5,5	-11,0	-12,4	-3,4	-23,7	-39,1
2018 Jan.	-39,8	15,4	-7,4	-0,6	20,1	3,4	-29,3	6,4	-10,7	-7,8
Febr. <sup>(p)</sup>	30,1	-29,3	-6,0	-0,7	-16,4	-6,3	15,0	-9,1	-8,3	-2,8
<b>Wachstumsraten</b>										
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	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 Q1	-4,3	-1,1	-3,8	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
Q2	-7,7	-1,1	-4,0	-10,9	-3,7	3,6	-	-	-30,7	-22,6
Q3	22,0	-0,8	-4,1	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Q4	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 Sept.	22,0	-0,8	-4,1	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Okt.	8,6	-1,3	-5,2	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
Nov.	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
Dez.	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018 Jan.	5,0	-0,8	-4,0	-12,4	-2,3	3,3	-	-	-24,5	-19,3
Febr. <sup>(p)</sup>	16,7	-1,3	-3,9	-13,0	-2,7	2,1	-	-	-27,1	-20,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.



## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 Q1	-1,3	.	.	.	.	0,9
Q2	-1,2	.	.	.	.	0,8
Q3	-1,0	.	.	.	.	1,0
Q4	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge				Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 Q1	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
Q2	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6
Q3	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
Q4	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes des Euroraums	Andere Währungen	
														1
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,4	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 Q1	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-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
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2017 Q1	-1,7	-0,9	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,4	1,0
Q2	-1,8	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,4	0,8
Q3	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2
Q4	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	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 Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst - Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Emission	Tilgung	
													Laufzeit von bis zu 1 Jahr
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2016 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	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
Q2	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Q3	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
2017 Okt.	12,9	11,2	3,6	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
Nov.	12,9	11,2	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
Dez.	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 Jan.	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4	1,2
Febr.	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
März	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,1

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										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 Q1	-2,0	1,2	-0,4	-0,4	1,1	-4,2	-3,3	-2,2	0,4	
Q2	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,2	-2,5	0,8	
Q3	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-3,0	-2,4	1,8	
Q4	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
Verschuldung										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 Q1	107,4	66,7	9,2	74,8	177,7	99,7	98,9	133,8	106,0	
Q2	106,1	66,1	8,9	74,1	176,1	99,5	99,3	134,9	105,7	
Q3	106,9	65,2	8,9	72,0	177,4	98,5	98,4	134,2	102,5	
Q4	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 Q1	-0,3	0,8	0,8	2,0	1,0	-0,9	-3,8	-1,3	-2,0	-1,5
Q2	0,3	0,7	1,0	2,1	1,1	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
Q3	0,1	0,9	1,4	3,3	1,2	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,1
Q4	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
Verschuldung										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 Q1	39,3	39,2	23,9	56,6	59,5	81,7	130,1	80,3	53,3	62,7
Q2	39,9	41,7	23,4	55,0	58,6	81,4	131,7	79,8	51,7	61,7
Q3	38,2	39,4	23,4	53,4	56,9	80,2	130,5	78,5	51,3	60,5
Q4	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2018

Postanschrift            60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon                    +49 69 1344 0  
Internet                    [www.ecb.europa.eu](http://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 Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 25. April 2018.

ISSN                        2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer      QB-BP-18-003-DE-N (Online-Version)