



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2017



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	2
Zusammenfassung	2
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	5
2 Finanzielle Entwicklungen	8
3 Konjunkturentwicklung	11
4 Preise und Kosten	15
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	18
Kästen	22
1 Konvergenz und Anpassung in den baltischen Staaten	22
2 Determinanten der Kursentwicklung an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets in jüngster Zeit	30
3 Niedrigere Zinssätze und sektorale Veränderungen des Zinseinkommens	34
4 Wie beurteilen professionelle Prognostiker die Inflationsrisiken?	39
5 Länderspezifische Empfehlungen 2017	44
Aufsatz	49
1 Die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet	49
Statistik	69

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

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben weiterhin zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen, die erforderlich sind, um einen stetigen Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Die aktuellen Daten bestätigen eine anhaltende Festigung des Konjunkturaufschwungs im Euro-Währungsgebiet, der sektor- und regionenübergreifend an Breite gewonnen hat.¹ Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind weitgehend ausgewogen. Der anhaltende Konjunkturaufschwung stimmt zwar zuversichtlich, dass sich die Preissteigerungsrate allmählich in Richtung eines Niveaus entwickeln wird, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang steht, allerdings schlägt er sich bislang noch nicht in einer stärkeren Inflationsdynamik nieder.

Was die globale Entwicklung betrifft, so deuten die verfügbaren Indikatoren darauf hin, dass die Weltwirtschaft im zweiten Quartal 2017 weiter auf Wachstumskurs blieb. Die Gesamtinflation hat sich in Anbetracht der nachlassenden Unterstützung durch die Energiepreise weltweit abgeschwächt. Die globalen Finanzierungsbedingungen sind trotz der in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gestiegenen Langfristzinsen nach wie vor insgesamt günstig.

Seit der letzten EZB-Ratssitzung im Juni haben die langfristigen Zinssätze im Euroraum auch aufgrund der verbesserten Wachstumsaussichten angezogen. Alles in allem hat sich die EONIA-Terminzinskurve seit Anfang Juni laufzeitenübergreifend um durchschnittlich rund 15 Basispunkte nach oben verschoben. Was die Aktienkurse im Eurogebiet betrifft, so sind die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gesunken, während die Werte von Finanzunternehmen zulegen. Gestützt wurden die Kurse in beiden Sektoren indes weiterhin durch solide Gewinnerwartungen. Bei den Renditen von Unternehmensanleihen war, wie auch bei den risikolosen Zinssätzen, ein Anstieg zu beobachten. Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich jedoch verkleinert, was unter anderem die Markterwartung eines soliden Wirtschaftswachstums im Euroraum widerspiegeln dürfte. Die Gemeinschaftswährung hat in nominaler effektiver Rechnung aufgewertet.

Aktuelle Daten, vor allem Umfrageergebnisse, deuten auf kurze Sicht weiter auf ein solides, breit angelegtes Wachstum im Euro-Währungsgebiet hin. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen unterstützt die Binnennachfrage und hat den Prozess des Verschuldungsabbaus erleichtert. Die Erholung der Investitionstätigkeit profitiert nach wie vor von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer

¹ Auf Grundlage der zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 20. Juli 2017 vorliegenden Informationen.

Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Die privaten Konsumausgaben werden durch den Beschäftigungszuwachs, der auch durch vorangegangene Arbeitsmarktreformen begünstigt wird, und durch das steigende Vermögen der privaten Haushalte getragen. Zudem dürfte die weltweite Erholung zunehmend den Handel und die Ausfuhren des Euroraums stützen. Allerdings werden die Wachstumsaussichten nach wie vor durch die insbesondere an den Gütermärkten schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst, wenngleich derzeit Verbesserungen zu verzeichnen sind. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets sind nach wie vor weitgehend ausgewogen. Einerseits könnte die derzeitige positive Konjunkturdynamik bewirken, dass der Aufschwung stärker als erwartet ausfällt. Andererseits bestehen nach wie vor Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

Die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet lag im Juni bei 1,3 % nach 1,4 % im Mai, was in erster Linie auf einen geringeren Anstieg der Energiepreise zurückzuführen war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte sich die Gesamtinflation in den nächsten Monaten in etwa auf dem derzeitigen Niveau halten. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation befinden sich unterdessen nach wie vor auf einem niedrigen Niveau und lassen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines Anstiegs erkennen, da der binnenwirtschaftliche Kostendruck, der unter anderem vom Lohnwachstum ausgeht, weiterhin gemäßigt ist. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und der damit verbundenen allmählichen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung dürfte die zugrunde liegende Inflation im Euroraum mittelfristig nur allmählich ansteigen.

Die weit gefasste Geldmenge M3 setzte ihr robustes Wachstum fort und wurde dabei hauptsächlich durch ihre liquidesten Komponenten gestützt. Hinzu kommt, dass die seit Anfang 2014 verzeichnete Erholung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor anhält. Begünstigend wirkten sich hier eine Lockerung der Kreditrichtlinien sowie die anziehende Kreditnachfrage aus. Die Finanzierungskosten für nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Eurogebiet sind nach wie vor günstig. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das zweite Quartal 2017 wurden die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte erneut gelockert, und das Kreditwachstum wird weiter durch eine steigende Nachfrage gestützt.

Auf seiner Sitzung am 20. Juli 2017 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten, im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd €, bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen soll und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Der Nettoerwerb

von Vermögenswerten wird parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt.

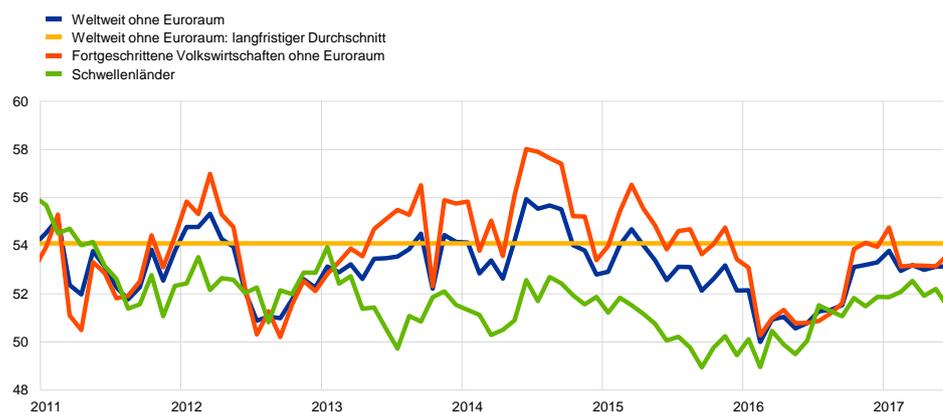
Was die künftige Entwicklung betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass es eines sehr erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich im Euroraum allmählich Inflationsdruck aufbaut und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird. Sollten sich die Aussichten eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so ist der EZB-Rat bereit, das APP im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass das Weltwirtschaftswachstum fort dauern wird. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) ohne Euro-Währungsgebiet blieb im zweiten Quartal 2017 in etwa auf dem Niveau der beiden vorangegangenen Jahresviertel und damit in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts; dies deutet auf eine weiterhin stetige Konjunkturbelebung weltweit hin (siehe Abbildung 1). Was die Entwicklung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften gegenüber dem ersten Quartal betrifft, so ging der EMI in den Vereinigten Staaten zurück, während er im Vereinigten Königreich einen Anstieg verzeichnete. In den aufstrebenden Volkswirtschaften verbesserte sich der EMI in Indien und Brasilien, wobei er im Falle Brasiliens erstmals seit drei Jahren eine konjunkturelle Erholung anzeigte. Der EMI für China gab indes nach und lag nur noch knapp über der Expansionsschwelle.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2017.

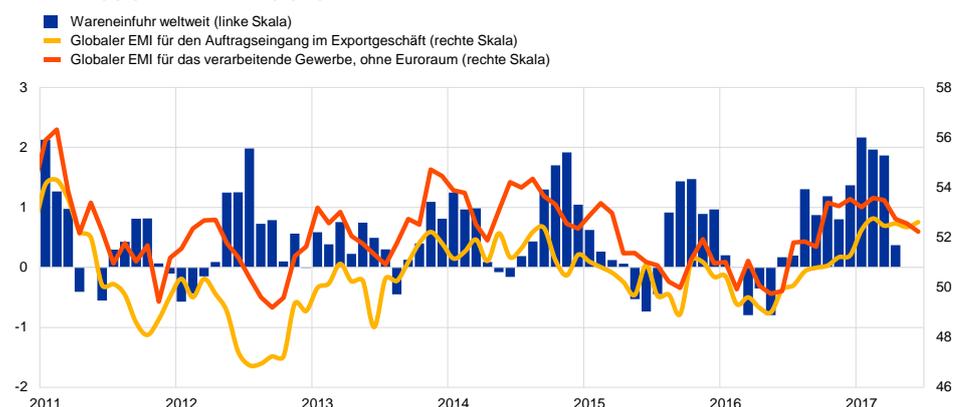
Von den weltweiten Finanzierungsbedingungen geht nach wie vor eine insgesamt konjunkturstützende Wirkung aus. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften entwickelten sich die Aktienmärkte in den letzten Wochen etwas schwächer. In einer Reihe wichtiger Industrieländer stiegen die langfristigen Zinssätze leicht an, da die Märkte eine allmähliche Verringerung der geldpolitischen Akkommodierung erwarteten. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhten sich die Langfristzinsen. In China jedoch gingen die Interbankensätze während der letzten Wochen etwas zurück. Somit endete eine seit Jahresbeginn zu beobachtende Periode sich verschärfender Finanzierungsbedingungen, in der die chinesischen Behörden danach gestrebt hatten, den Fremdkapitalanteil im Finanzsystem, insbesondere bei kleinen Banken und Nichtbanken, zu verringern.

Das Wachstum des Welthandels schwächte sich im April ab. Nach einem kräftigen Anstieg zum Jahreswechsel verlor der Welthandel im April an Schwung (siehe Abbildung 2). Das volumenmäßige Wachstum der weltweiten Wareneinfuhren war in diesem Zeitraum im Dreimonatsvergleich mit 0,4 % deutlich niedriger als im

März (1,9 %). Der Rückgang des Warenhandels ist vor allem den Schwellenländern zuzuschreiben. Dennoch sprechen die Vorlaufindikatoren weiterhin für einen positiven kurzfristigen Ausblick. So stieg der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Juni auf 52,6 Punkte. Darüber hinaus zeigte sich zuletzt in allen Regionen eine nach wie vor relativ robuste Entwicklung der Industriekonjunktur, die den Welthandel stützen dürfte.

Abbildung 2 Welthandel und Umfrageergebnisse

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



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2017 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. Juni 2017 (EMIs).

Die weltweite Inflation ging im Mai zurück. In den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) verringerte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Mai auf 2,1 %, nachdem er sich im April noch leicht auf 2,4 % beschleunigt hatte. Diese Entwicklung hing hauptsächlich damit zusammen, dass der abnehmende positive Beitrag der Energiepreise den inflationserhöhenden Beitrag der Nahrungsmittelpreise mehr als aufzehrte. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sank die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum im Mai auf 1,8 %.

Die Ölpreise waren in den letzten Wochen Schwankungen ausgesetzt. Nach einem Rückgang im Juni haben sich die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent zuletzt wieder erholt. Grund für die anfängliche Preisabnahme waren offenbar Befürchtungen am Markt, dass der Beschluss der OPEC-Länder und Nicht-OPEC-Staaten, die weltweite Kürzung ihrer Fördermengen bis zum Frühjahr fortzusetzen, nicht ausreichen werde, um den Ölmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen und nachhaltig für höhere Ölpreise zu sorgen. Als bekannt wurde, dass die Zuwachsrate der in den USA aktiv betriebenen Öl-Bohrlöcher (rig count) gesunken ist und sich die Rohöllagerbestände der OECD-Länder im Mai um 6 Millionen Barrel verringert haben, zogen die Ölpreise wieder an.

In den Vereinigten Staaten kam es im zweiten Quartal zu einer Konjunkturbelebung. Im zweiten Quartal hat sich das Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorquartal verbessert. Dabei erholten sich die realen Konsumausgaben und die Lagerbestände von ihrem sehr niedrigen Niveau im ersten Vierteljahr.

Wachstumsstützend wirken sich zudem die angespannte Lage am Arbeitsmarkt, ein solider Anstieg der Vermögenspreise und die Entwicklung des Indizes des Verbrauchervertrauens aus. Sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation sind in den letzten drei Monaten – vor allem aufgrund temporärer Faktoren – gesunken. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Teuerungsrate verringerte sich im Juni weiter auf 1,6 %. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die Inflationsrate stabil bei 1,7 %. In den letzten Monaten wurde die VPI-Kerninflation durch einen Preiseinbruch bei Mobilfunkdienstleistungen und einen niedrigeren Beitrag der Wohnpreiskomponente gedämpft. Auf ihrer Sitzung im Juni beschloss die US-amerikanische Notenbank, ihre Leitzinsen anzuheben. Sie gab überdies bekannt, mit der Bilanznormalisierung im späteren Jahresverlauf beginnen zu wollen. Hierzu sollen die Tilgungszahlungen aus ihrem Wertpapierbestand nur bei Überschreiten der nach und nach steigenden Obergrenze reinvestiert werden.

In Japan zieht die Konjunktur weiter an. Das reale BIP stieg im ersten Quartal 2017 im Vergleich zum vorangegangenen Jahresviertel um 0,3 %. Damit wurde die vorherige Schätzung leicht nach unten korrigiert. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte die solide Inlandsnachfrage die Konjunktur stützen, während bei den Exporten mit einer Wachstumsverlangsamung zu rechnen ist. Die Industrieproduktion ist in den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals nur moderat gestiegen, was mit der schwächeren Exportentwicklung zusammenhängen könnte. Die Lage am Arbeitsmarkt bleibt angespannt. Die Arbeitslosenquote lag im Mai 2017 bei 3,1 %; im gleichen Monat kamen auf ein Stellenangebot so wenige Bewerber wie zuletzt Anfang der 1990er-Jahre. Das Lohnwachstum blieb hingegen schwach, und auch die Verbraucherpreise zeigten nur einen verhaltenen Anstieg. Die jährliche VPI-Gesamtinflation lag im Mai bei 0,4 %, und ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet war ein Rückgang der Verbraucherpreise auf -0,2 % zu verzeichnen.

Im Vereinigten Königreich verlor die Konjunktur merklich an Schwung. Im ersten Quartal 2017 erhöhte sich das reale BIP gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel um 0,2 %, verglichen mit 0,7 % im Vorquartal. Grund für diese Wachstumsverlangsamung waren geringere Konsumausgaben der privaten Haushalte, die den steigenden Preisauftrieb und die sinkenden Reallöhne zu spüren begannen. Insgesamt lassen die aktuellen Indikatoren darauf schließen, dass das Wachstumstempo auch im zweiten Quartal 2017 relativ gedämpft war. Obwohl die jährliche VPI-Inflation im Juni auf 2,7 % sank, liegen die Teuerungsraten noch immer auf erhöhtem Niveau, da die Abwertung des Pfund Sterling seit dem Brexit-Votum für Aufwärtsdruck sorgt. Am 19. Juni 2017 – fast genau ein Jahr nach dem Referendum über die EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs – nahmen die Europäische Union und das Vereinigte Königreich die Austrittsverhandlungen gemäß Artikel 50 des EU-Vertrags auf.

Chinas Wirtschaftsdynamik bleibt robust. Das chinesische BIP wuchs im zweiten Quartal um 6,9 % im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrszeitraum. Der Anstieg der Verbraucherpreise blieb moderat. Zugleich steigt die Verschuldung trotz der von den Behörden ergriffenen Maßnahmen zur Verringerung der Finanzmarktrisiken weiter an.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum haben sich generell seit Anfang Juni erhöht, wobei sich der Renditeanstieg im Berichtszeitraum (8. Juni bis 19. Juli 2017) ab der letzten Juniwoche vollzog. Dies war die Folge einer Korrektur der Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen geldpolitischen Ausrichtung, was effektiv die Festigung der Konjunkturaussichten bestätigte. Insgesamt zogen der zehnjährige OIS-Zinssatz (für Tagesgeldsatz-Swaps) und die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum im BIP-gewichteten Durchschnitt um rund 15 Basispunkte an (siehe Abbildung 3). Je nach Land bewegte sich der Anstieg bei den Staatsanleiherenditen von einigen wenigen Basispunkten bis hin zu knapp über 20 Basispunkten. Die Spreads gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen engten sich insgesamt tendenziell ein, insbesondere in Griechenland, Italien, Spanien und Portugal. Im Vereinigten Königreich zogen die Staatsanleiherenditen annähernd im Gleichlauf mit den Renditen in den Euro-Ländern an, wohingegen der Anstieg in den Vereinigten Staaten geringer ausfiel und in Japan zu vernachlässigen war. Im Zuge der Neubewertung, die sich gegen Ende Juni an den Staatsanleihemärkten im Eurogebiet vollzog, kam es zeitweilig zu einer erhöhten Anleihekursvolatilität, die sich im Verlauf des Monats Juli jedoch wieder zurückbildete und unter das Niveau von Anfang Juni fiel. Die Volatilität bei den US-Anleihen verringerte sich im Berichtszeitraum insgesamt ebenfalls.

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters.

Anmerkung: Tageswerte. Die fett gedruckte vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (8. Juni 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Juli 2017. Für den Euroraum wird die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen ausgewiesen.

Die Renditen von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sind im Berichtszeitraum gestiegen, jedoch moderater als die risikolosen Zinssätze. Infolgedessen engten sich die Spreads zu den Renditen von Staatsanleihen mit AAA-Rating ein. Insgesamt dürfte der trotz anziehender Renditen zu verzeichnende Rückgang der Spreads von Unternehmensanleihen unter anderem auf die positive Dynamik des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen sein, denn eine solche Entwicklung geht erfahrungsgemäß mit

geringen Ausfallquoten im Unternehmenssegment einher. Am 19. Juli waren die Renditeabstände von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen (im Durchschnitt der Ratingkategorien AAA, AA, A und BBB) 9 Basispunkte niedriger als Anfang Juni und lagen rund 35 Basispunkte unter dem Stand vom März 2016, als der EZB-Rat die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) bekannt gab. Die Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen im Non-Investment-Grade-Segment und auf von Finanzunternehmen begebene Schuldtitel (die für einen Kauf im Rahmen des CSPP nicht zugelassen sind) gingen im Betrachtungszeitraum ebenfalls zurück, und zwar um rund 30 bzw. 15 Basispunkte. Am 19. Juli waren diese Aufschläge etwa 270 bzw. 35 Basispunkte niedriger als im März 2016. Die Unternehmensanleiherenditen nahmen vor dem Hintergrund des Anstiegs der risikofreien Renditen auch in anderen wichtigen Wirtschaftsräumen zu.

Der EONIA blieb im Berichtszeitraum mit rund -36 Basispunkten stabil. Die Überschussliquidität im Bankensystem lag fast unverändert bei etwa 1 650 Mrd €, wobei das erhöhte Niveau weiterhin durch die Wertpapierkäufe im Rahmen des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten gestützt wurde.

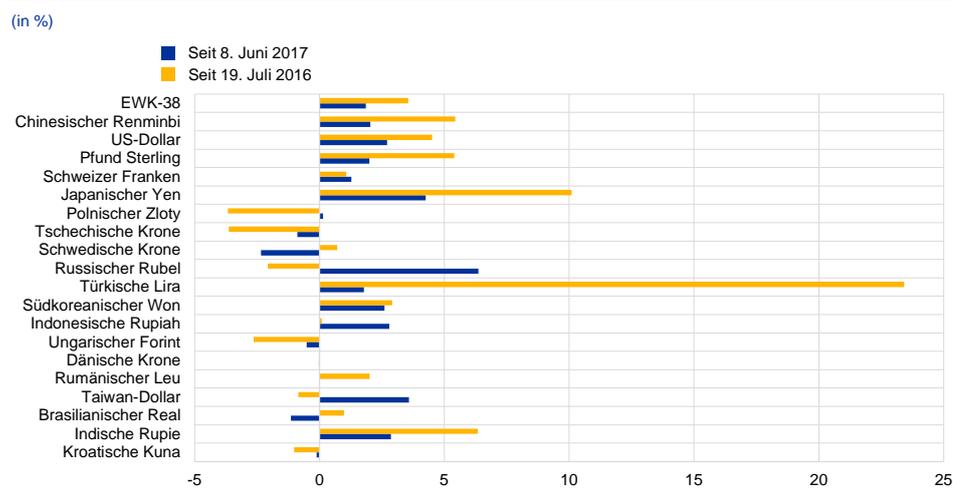
Die EONIA-Terminzinskurve verlagerte sich im Berichtszeitraum laufzeitenübergreifend um durchschnittlich rund 15 Basispunkte nach oben. Die Aufwärtsverschiebung der Zinskurve erfolgte dabei gänzlich in der Zeit ab Ende Juni. Am höchsten fiel der Anstieg der EONIA-Terminzinsen mit knapp 25 Basispunkten bei Laufzeiten zwischen vier und sechs Jahren aus. Bei sehr langen Laufzeiten sowie insbesondere bei Laufzeiten unter zwei Jahren erhöhten sich die Terminzinsen geringfügig. Bei Fälligkeiten vor Dezember 2019 liegt die Kurve nach wie vor unter null.

Die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet sind gemessen an den marktbreiten Indizes seit Anfang Juni gesunken. Am Ende des Berichtszeitraums notierten die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum rund 1,6 % niedriger als Anfang Juni, während die Kurse finanzieller Kapitalgesellschaften 1,7 % hinzugewannen. Zum einen profitierten die Aktienkurse im Eurogebiet weiterhin von den Erwartungen eines robusten Gewinnwachstums im Einklang mit der breit angelegten Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Euroraum (siehe Kasten 2). Zum anderen ging von dem jüngsten Renditeanstieg und dem damit verbundenen höheren Diskontierungsfaktor, mit dem die erwarteten Gewinne abgezinst werden, ein Abwärtsdruck auf die Aktienkurse aus. Bei den finanziellen Kapitalgesellschaften haben die Marktteilnehmer die Aufwärtskorrektur der Zinserwartungen möglicherweise als eine Entwicklung zugunsten höherer Zinsmargen und einer höheren künftigen Rentabilität ausgelegt, woraus sich das abweichende Verhalten der Aktienkurse von finanziellen und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erklärt. Im Berichtszeitraum sind die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Vereinigten Königreich um 1,1 % gefallen, wohingegen sie in den Vereinigten Staaten und in Japan um gut 1 % bzw. 2 % zugelegt haben. Die Aktienkurse finanzieller Kapitalgesellschaften stiegen in diesen fortgeschrittenen Volkswirtschaften vergleichsweise stärker an als im Euro-Währungsgebiet, wobei Japan mit nach wie vor weitgehend stabilen Notierungen

eine Ausnahme bildete. Die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse sind seit Anfang Juni sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten insgesamt unverändert geblieben. Am 19. Juli lagen diese Erwartungen auf Jahresrate hochgerechnet bei rund 11 % bzw. 7 %, was historisch betrachtet vergleichsweise niedrig ist.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in effektiver Rechnung auf breiter Basis auf. Der Euro gewann ab dem 8. Juni gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert, auch gegenüber dem US-Dollar (+2,7 %), dem Pfund Sterling (+2,0 %), dem japanischen Yen (+4,2 %) und dem Schweizer Franken (+1,3 %). In der breit angelegten Aufwertung spiegelten sich die Entwicklung der Markterwartungen bezüglich des geldpolitischen Kurses in wichtigen Volkswirtschaften und die anhaltende konjunkturelle Erholung im Euroraum wider. Gleichzeitig werteten die Währungen einiger nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörender Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa leicht gegenüber dem Euro auf, darunter die tschechische Krone (um 0,9 %) und der ungarische Forint (um 0,5 %) (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

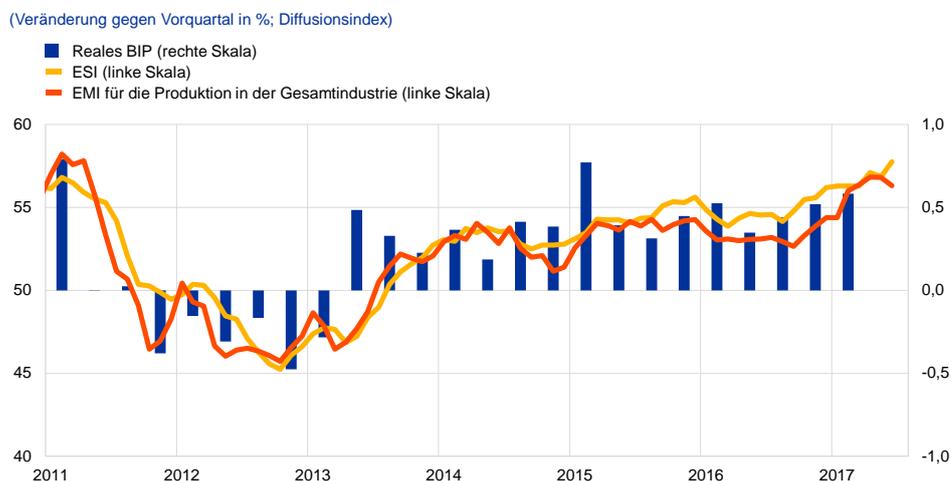


Quelle: EZB.
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Die Berechnung der prozentualen Veränderung basiert auf den am 19. Juli 2017 geltenden Wechselkursen.

3 Konjunktorentwicklung

Der breit angelegte und robuste, von der Binnennachfrage getragene Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet setzt sich fort. Das reale BIP erhöhte sich im ersten Quartal 2017 erneut (siehe Abbildung 5). Ausschlaggebend hierfür waren positive Wachstumsbeiträge der inländischen Nachfrage und in geringerem Maße auch der Vorratsveränderungen. Die aktuellen Konjunkturindikatoren – sowohl die harten Daten als auch die Umfrageergebnisse – sind weiterhin aufwärtsgerichtet und signalisieren für das zweite Vierteljahr 2017 ein anhaltend robustes Wachstum, das in etwa der Größenordnung der beiden vorangegangenen Quartale entsprechen dürfte.

Abbildung 5
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie im Euroraum



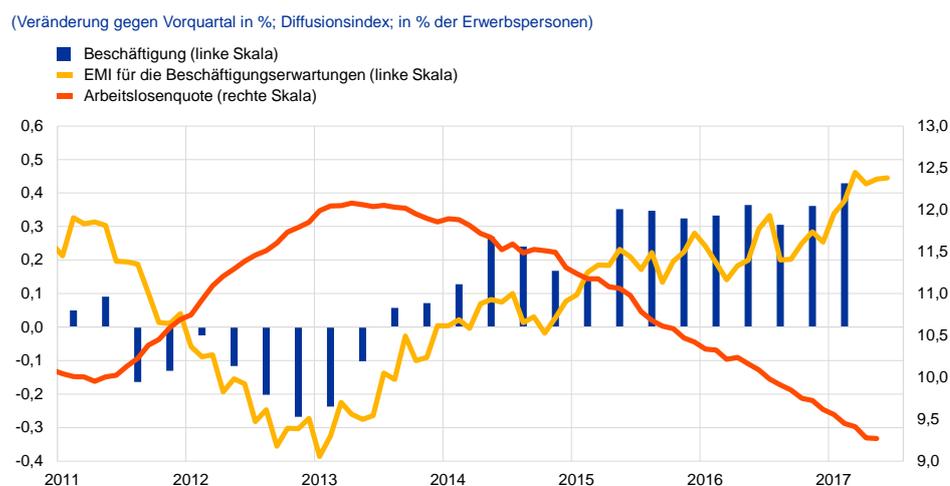
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.

Anmerkung: Der ESI ist standardisiert und reskaliert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des EMI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2017 (reales BIP) bzw. Juni 2017 (ESI und EMI).

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte steigen weiter an und bleiben eine wichtige Triebfeder des laufenden Konjunkturaufschwungs. Allerdings fiel die Zuwachsrate für das erste Vierteljahr 2017 – zumindest im Vergleich zur Konsumententwicklung der letzten drei Jahre – relativ gering aus, was auf eine Reihe temporärer Faktoren (darunter die höheren Ölpreise) zurückzuführen sein dürfte. Zugleich erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte im ersten Quartal des laufenden Jahres auf 1,7 % nach 1,3 % im letzten Jahresviertel 2016. Ursächlich für diese Zunahme ist vor allem ein größerer Beitrag des Vermögenseinkommens. Dies lässt darauf schließen, dass die verbesserte Ertragslage der Unternehmen allmählich (z. B. durch höhere Dividenden) zum Einkommenszuwachs der privaten Haushalte beiträgt und damit das Konsumwachstum zusätzlich stützt. Die jährliche Sparquote blieb im ersten Vierteljahr 2017 gegenüber dem Vorquartal unverändert, da das verfügbare Einkommen und die Konsumausgaben die gleiche Jahreswachstumsrate aufwiesen.

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets verbessert sich weiter und schlägt sich positiv im Einkommen und in den Ausgaben der privaten Haushalte nieder. Aus den jüngsten Daten geht hervor, dass die vierteljährliche Beschäftigung im ersten Quartal 2017 erneut zunahm, und zwar um 0,4 %. Damit beläuft sich der jährliche Anstieg auf 1,5 %. Im Ergebnis liegt die Beschäftigung derzeit 4 % über dem letzten Tiefstand vom zweiten Vierteljahr 2013 und nun auch knapp über dem vor der Krise im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand. Die Arbeitslosenquote des Euroraums sank im April 2017 geringfügig auf 9,3 % und blieb im Mai unverändert. Sie liegt damit 2,8 Prozentpunkte unter dem nach der Krise verzeichneten Höchststand vom April 2013 (siehe Abbildung 6). Dieser Rückgang war in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen zu beobachten. Die Langzeitarbeitslosigkeit (worunter Personen fallen, die mindestens zwölf Monate ohne Beschäftigung sind) ist ebenfalls weiter rückläufig, liegt aber immer noch deutlich über ihrem Vorkrisenniveau. Umfrageergebnisse lassen für die nächste Zeit auf eine anhaltende Aufhellung an den Arbeitsmärkten schließen.

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



Quellen: Eurostat, Markt und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2017 (Beschäftigung), Juni 2017 (EMI) bzw. Mai 2017 (Arbeitslosigkeit).

Das Wachstum des privaten Konsums dürfte auch weiterhin robust verlaufen.

Die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen sprechen für einen anhaltenden Anstieg der privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal 2017, der etwas höher ausgefallen sein könnte als im ersten Vierteljahr. Der erneute Beschäftigungszuwachs, der aus den aktuellen Umfrageindikatoren hervorgeht, dürfte sich ebenfalls weiterhin positiv auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen und damit auf den privaten Verbrauch auswirken. Darüber hinaus stieg das Verbrauchervertrauen im zweiten Jahresviertel deutlich und hat nun erstmals seinen vor der Krise gemessenen Höchststand vom Mai 2007 überschritten. Unterdessen nahm das Reinvermögen der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem verfügbaren Einkommen weiter zu, was hauptsächlich Bewertungsgewinnen aus

Finanzanlagen und aus dem Immobilienbestand zuzuschreiben ist. Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass die Grunddynamik des Konsums weiteren Auftrieb erhält.

Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Euroraum dürfte sich im zweiten Quartal 2017 fortgesetzt haben. Für das zweite Jahresviertel lassen die verbesserten Bedingungen im Investitionsgütersektor – wie etwa die zunehmende Kapazitätsauslastung, steigende Auftragseingänge, eine größere Zuversicht sowie die Ergebnisse von Umfragen, wonach sich die Produktionshemmnisse verringert haben – in der Gesamtbetrachtung auf eine Beschleunigung der aktuellen Investitionsdynamik schließen. Auch die bis Mai verfügbaren Angaben zur Investitionsgüterproduktion signalisieren eine Ausweitung der Unternehmensinvestitionen im zweiten Quartal. Was die Bauinvestitionen betrifft, so deuten die monatlichen Daten zur Bauproduktion auf einen Zuwachs im zweiten Jahresviertel 2017 hin. Die Umfrageindikatoren zur Nachfrage und zur Einschätzung der Auftragslage in diesem Sektor wie auch die Baugenehmigungen stehen überdies nach wie vor mit einer auf kurze Sicht positiven Grundtendenz im Einklang.

Die Investitionen dürften auch weiterhin einen wichtigen Beitrag zu den mittelfristigen Wachstumsaussichten leisten. Die steigende Auslandsnachfrage und lebhaftere Binnennachfrage sollten im Verbund mit den niedrigen Finanzierungskosten (siehe hierzu auch Kasten 3), einer nachlassenden finanziellen und wirtschaftlichen Unsicherheit sowie dem robusten Wachstum der Unternehmensgewinne die Investitionstätigkeit zunehmend fördern. So beschleunigte sich das Wachstum des Bruttobetriebsüberschusses im ersten Quartal 2017 merklich, wie aus den Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet hervorgeht, und die Gewinnerwartungen für börsennotierte Unternehmen im Eurogebiet erhöhten sich im ersten Halbjahr. Bei den Bauinvestitionen sollten Faktoren wie das steigende verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die besseren Kreditbedingungen die Nachfrage in diesem Sektor stärken.

Die monatlichen Handelsdaten weisen auf eine weitere Zunahme der Ausfuhren des Euroraums in nächster Zeit hin. Im ersten Quartal 2017 erhöhten sich die Gesamtausfuhren des Eurogebiets um 1,2 %. Ausschlaggebend hierfür waren kräftige Warenexporte, die durch die Belebung des Welthandels gestützt wurden. Die bis Mai verfügbaren Monatsdaten zum Warenhandel lassen den Schluss zu, dass sich die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums im zweiten Vierteljahr 2017 im Einklang mit der Entwicklung der Auslandsnachfrage weiterhin relativ dynamisch entwickelten. Getragen wurden die Exporte (gemessen an der prozentualen Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) offenbar in erster Linie von der Nachfrage aus Asien, wohingegen die Vereinigten Staaten und Lateinamerika einen negativen Beitrag leisteten. Vorlaufindikatoren wie etwa Umfragen deuten nach wie vor auf eine anhaltende Verbesserung der Auslandsnachfrage hin, und die Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes sind gestiegen.

Insgesamt lassen die jüngsten Konjunkturindikatoren darauf schließen, dass sich das Wachstum des realen BIP im zweiten Jahresviertel 2017 fortgesetzt hat und in etwa so hoch ausgefallen sein dürfte wie in den beiden Quartalen zuvor. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) wurde im Mai abermals ausgeweitet. Infolgedessen lag das durchschnittliche Produktionsniveau im April und Mai zusammengenommen 1,2 % über dem Wert des ersten Jahresviertels, als die Erzeugung gegenüber dem Vorquartal geringfügig um 0,1 % gestiegen war.

Aktuellere Umfrageergebnisse stehen ebenfalls mit einer auf kurze Sicht anhaltend positiven Wachstumsdynamik im Einklang. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie belief sich im zweiten Vierteljahr 2017 auf durchschnittlich 56,6 Punkte nach 55,6 Zählern im ersten Quartal, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) kletterte im selben Zeitraum von 108,0 Zählern auf 110,0 Punkte (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren – EMI und ESI – liegen somit nach wie vor über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnittswert und nähern sich ihrem vor der Krise verzeichneten Höchststand (aus dem Jahr 2007 bzw. 2006) an.

Der gegenwärtige Konjunkturaufschwung wird sich voraussichtlich weiter festigen und an Breite gewinnen. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen unterstützt die Binnennachfrage und hat den Prozess des Verschuldungsabbaus erleichtert. Die Erholung der Investitionstätigkeit profitiert weiterhin von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Die privaten Konsumausgaben werden durch den – von vorangegangenen Arbeitsmarktreformen begünstigten – Beschäftigungszuwachs und durch das steigende Vermögen der privaten Haushalte getragen. Zudem dürfte die weltweite Erholung zunehmend den Handel und die Ausfuhren des Euroraums stützen. Allerdings werden die Wachstumsaussichten nach wie vor durch die insbesondere an den Gütermärkten schleppende Umsetzung von Struktur-reformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst, wenngleich derzeit Verbesserungen zu verzeichnen sind. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Juli von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang April für die Jahre 2017, 2018 und 2019 nach oben korrigiert wurden.

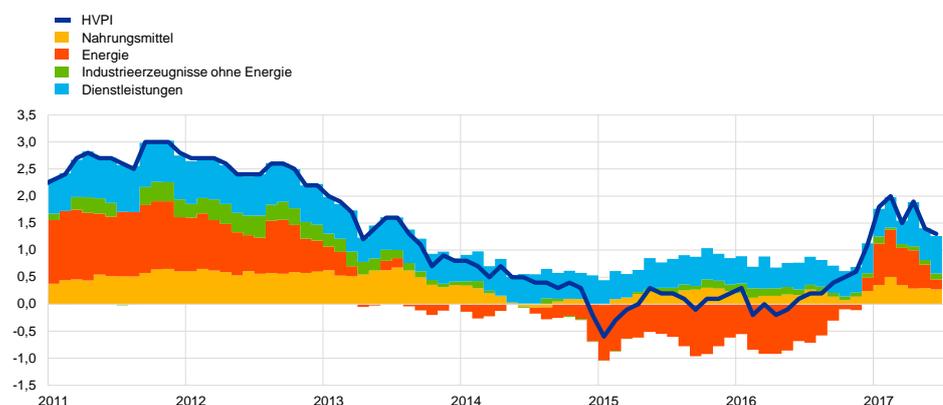
Die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet sind nach wie vor weitgehend ausgewogen. Einerseits erhöht die derzeitige positive Konjunkturdynamik die Wahrscheinlichkeit, dass der wirtschaftliche Aufschwung stärker als erwartet ausfällt. Andererseits bestehen weiterhin Abwärtsrisiken, die sich in erster Linie aus globalen Faktoren ergeben.

Die Gesamtinflation ist im Juni leicht gesunken. Nach 1,4 % im Mai lag die HVPI-Gesamtinflation im Juni bei 1,3 % (siehe Abbildung 7). Darin spiegelt sich vornehmlich ein nachlassender Preisauftrieb bei Energie sowie, in geringerem Maße, bei Nahrungsmitteln wider, der zum Teil durch einen Anstieg der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel kompensiert wurde. Die im Juni deutlich niedrigere Teuerung bei Energie war auf die Auswirkungen des von Mitte Mai bis Mitte Juni beobachteten Ölpreistrückgangs sowie einen im Vormonatsvergleich geringeren Basiseffekt zurückzuführen. Was den Preisauftrieb bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln betrifft, so ließ der zu Jahresbeginn verzeichnete ungewöhnlich starke Preisanstieg im Juni weiter nach.

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 Juni 2017.

Die zugrunde liegende Inflation weist bislang noch keine überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Aufwärtskorrektur auf. Lässt man die monatlichen Veränderungen außer Acht, so liegen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation auf einem etwas höheren Stand als Ende letzten Jahres, bleiben aber insgesamt auf niedrigem Niveau. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich im Juni auf 1,1 %, nach 0,9 % im Mai und 1,2 % im April. In den Daten für Juni schlagen sich letztmalig im laufenden Jahr die mit dem Osterfest verbundenen Kalendereffekte nieder. Lässt man neben den Komponenten Energie und Nahrungsmittel auch die sehr volatilen Komponenten Bekleidung und Schuhe sowie Dienstleistungen im Reiseverkehr unberücksichtigt, weist die HVPI-Inflation in den letzten Monaten lediglich eine moderate Aufwärtsbewegung auf. Überdies lassen auch die meisten alternativen Maße der zugrunde liegenden Inflation bislang keinen Anstieg erkennen. Dies könnte zum Teil auf verzögerte indirekte Abwärtseffekte im Zusammenhang mit den niedrigen Ölpreisen der Vergangenheit und mehr noch auf einen weiterhin schwachen binnenwirtschaftlichen Kostendruck zurückzuführen sein.

Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hat bislang noch nicht auf die Erzeugerpreise für Konsumgüter durchgewirkt. Die kräftige Zunahme der globalen Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie), die Mitte 2016 eingesetzt hatte, übte in den letzten Monaten einen gewissen Aufwärtsdruck auf den jährlichen Anstieg der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel aus. Zudem strahlt sie weiterhin auf die vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette aus. Dies zeigt sich beispielsweise an dem nach wie vor kräftigen Anstieg der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter. Letztere sind auch maßgeblich für den Preisauftrieb auf der Erzeugerebene in der Gesamtindustrie (ohne Baugewerbe und Energie) im Euro-Währungsgebiet; die entsprechende Rate lag im Mai 2017 bei 2,4 %. Allerdings befand sich die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weiterhin auf einem niedrigen Niveau und war mit einem Anstieg von lediglich 0,2 % im Mai so hoch wie im März und April. Der von den vorgelagerten Stufen der inländischen Preissetzungskette ausgehende Aufwärtsdruck muss somit erst noch auf die nachgelagerten Stufen durchwirken, bevor er sich letztlich in der Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) niederschlagen kann.

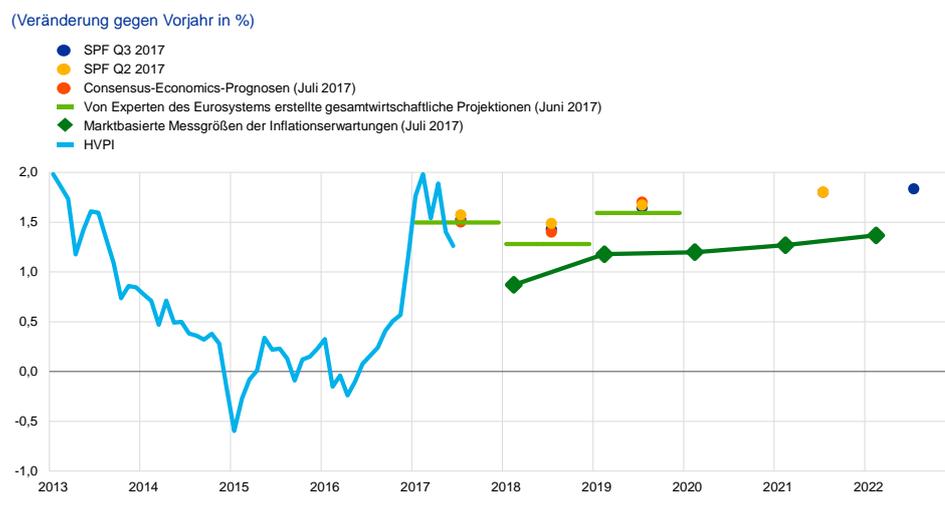
Insgesamt gesehen blieb der zugrunde liegende binnenwirtschaftliche Preisdruck gedämpft. Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators, der als weit gefasster Indikator der zugrunde liegenden Preisentwicklung in der heimischen Volkswirtschaft gelten kann, lag im ersten Jahresviertel 2017 bei 0,7 % und damit etwas unter dem Wert des Vorquartals. Der Beitrag der Gewinne je Produktionseinheit zum Anstieg des BIP-Deflators hat sich weiter abgeschwächt. Grund hierfür ist der Wegfall der mit den früheren Ölpreisrückgängen zusammenhängenden positiven Terms-of-Trade-Effekte; diese wechselten im ersten Quartal 2017 angesichts der deutlich über dem entsprechenden Vorjahrswert liegenden Ölpreise das Vorzeichen. Im Gegensatz dazu blieb der Beitrag der Lohnstückkosten im Großen und Ganzen unverändert, da der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und das Produktivitätswachstum weitgehend stabil auf niedrigem Niveau lagen.

Das Lohnwachstum bleibt gering. Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im ersten Quartal 2017 bei 1,2 %, nach 1,4 % im Schlussquartal 2016 und blieb damit deutlich unter ihrem (seit 1999 gemessenen) langfristigen Durchschnitt von 2,1 %. Zu den das Lohnwachstum möglicherweise belastenden Faktoren zählen die nach wie vor beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, der schwache Produktivitätszuwachs und die immer noch spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise eingeführten Arbeitsmarktreformen. Darüber hinaus könnte das Niedriginflationsumfeld der letzten Jahre weiterhin – über vergangenheitsorientierte formelle und informelle Indexierungsmechanismen – zum geringeren Lohnwachstum beitragen.

Die längerfristigen marktbasieren und umfragebasierten Inflationserwartungen sind weitgehend stabil geblieben (siehe Abbildung 8). Seit Mitte Juni schwankt der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren um einen Wert von rund 1,6 %. Die mittel- bis längerfristigen marktbasieren Inflationserwartungen liegen weiterhin deutlich über dem Stand von Mitte 2016. Die aktuellen

umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum betragen gemäß dem Survey of Professional Forecasters der EZB vom Juli 2017 weiterhin 1,8 %.²

Abbildung 8
Marktbasierte und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Thomson Reuters, Consensus Economics, von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben zur tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI beziehen sich auf die Zeit bis Ende Juni 2017. Die Projektionen von Consensus Economics für 2019 und 2021 entstammen der April-Prognose. Die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen werden aus inflationsindexierten Nullkupon-Swaps, die auf dem HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren basieren, abgeleitet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Juli 2017.

Die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet haben im ersten Quartal 2017 weiter angezogen. Dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien zufolge sind die Preise für Häuser und Wohnungen im Euroraum im ersten Jahresviertel 2017 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 4,0 % gestiegen, verglichen mit 3,7 % im Schlussquartal 2016, was auf eine erneute Verstärkung des Preiszyklus von Wohnimmobilien hindeutet.

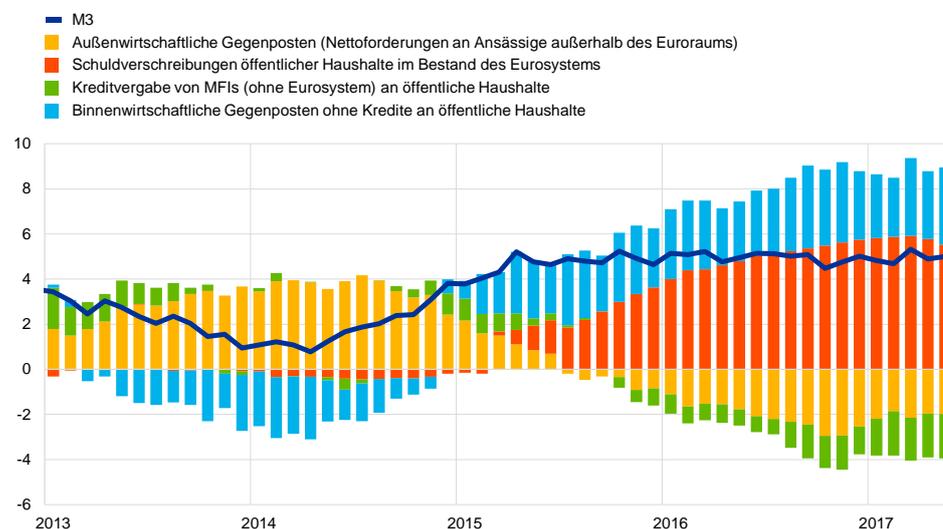
² Siehe auch die Ausführungen in Kasten 4 des vorliegenden Berichts.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 war nach wie vor robust. Die Jahreswachstumsrate von M3, die sich seit Mitte 2015 um einen Wert von 5,0 % bewegt, blieb auch im Mai 2017 mit 5,0 % (nach 4,9 % im April) weitgehend stabil (siehe Abbildung 9). Gestützt wurde das Geldmengenwachstum weiterhin durch die geringen Opportunitätskosten vor dem Hintergrund der sehr niedrigen Zinsen für das Halten liquider Einlagen und durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Das jährliche M1-Wachstum belief sich wie bereits im Vormonat auf 9,3 % und leistete erneut den größten Beitrag zur M3-Dynamik.

Abbildung 9
M3 und Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Position „Binnenwirtschaftliche Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte“ umfasst die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (einschließlich Kapital und Rücklagen), die MFI-Kredite an den privaten Sektor sowie die sonstigen Gegenposten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2017.

Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge waren abermals die binnenwirtschaftlichen Gegenposten. Zum einen wirkte sich der Erwerb von Schuldverschreibungen durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) nach wie vor deutlich positiv auf das M3-Wachstum aus (siehe die roten Balken in Abbildung 9). Zum anderen wurde das M3-Wachstum durch die zunehmende Belegung der Kreditvergabe an den privaten Sektor und durch die stark negative Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) gestützt (siehe die blauen Balken in Abbildung 9). Dass die MFIs ihre Bestände an längerfristigen Schuldverschreibungen per saldo weiter tilgten, lässt sich unter anderem mit der flachen Zinsstrukturkurve erklären, die mit den geldpolitischen Maßnahmen der EZB zusammenhängt und aus Anlegersicht das Halten langfristiger Einlagen und Bankanleihen weniger attraktiv macht. Auch die Verfügbarkeit der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) als Alternative zur längerfristigen marktbasieren

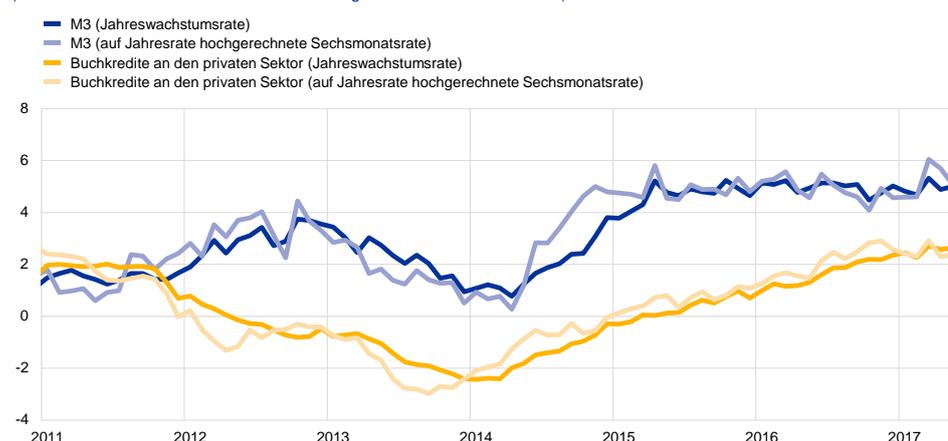
Bankfinanzierung spielte hier eine Rolle. Dagegen blieb der Beitrag der Kreditvergabe der MFIs (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte negativ (siehe die grünen Balken in Abbildung 9).

Von der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors ging weiterhin ein Abwärtsdruck auf das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 aus (siehe die gelben Balken in Abbildung 9). Ursächlich hierfür waren unter anderem Portfolioumschichtungen zulasten von Schuldtiteln aus dem Eurogebiet, die auf das erweiterte Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen waren. Hier sind insbesondere die Verkäufe von Staatsanleihen der Euro-Länder durch Gebietsfremde zu nennen.

Die Erholung des Kreditwachstums schreitet voran. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) war im Mai 2017 unverändert (siehe Abbildung 10). Was die einzelnen Sektoren betrifft, so blieb die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften unterdessen mit 2,4 % stabil, während die Vorjahrsrate der Buchkredite an private Haushalte von 2,4 % im April auf zuletzt 2,6 % stieg. Gestützt wurde die Erholung des Kreditwachstums durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die – vor allem aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB – seit Sommer 2014 im gesamten Euroraum deutlich gesunken sind, sowie durch die insgesamt verbesserte Entwicklung von Angebot und Nachfrage bei Bankdarlehen. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch ist und somit die Kreditvergabe belasten dürfte.

Abbildung 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 Mai 2017.

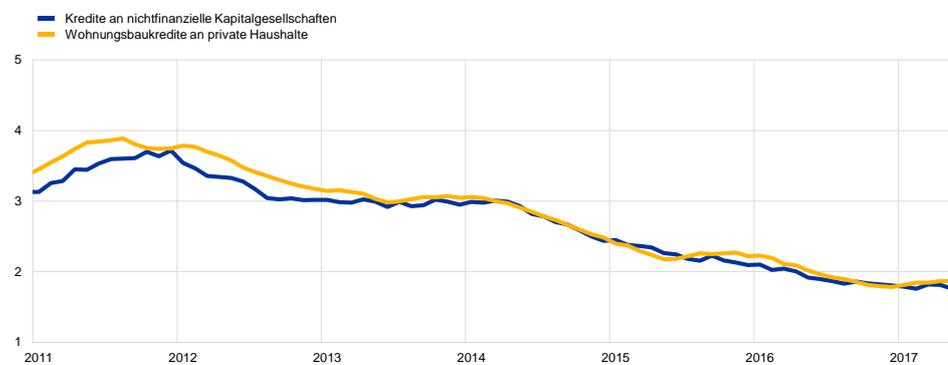
Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2017 lässt darauf schließen, dass das Wachstum der Buchkredite weiterhin von einer Lockerung der Kreditvergaberichtlinien und einer höheren Nachfrage seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte getragen wurde. Die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten sowie von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte wurden im zweiten Quartal 2017 gelockert. Ausschlaggebend hierfür war erneut vor allem der Wettbewerbsdruck. Außerdem hat sich die Kreditnachfrage nach Einschätzung der Banken in allen Darlehenskategorien per saldo erhöht. Als wichtige Triebfedern dieser Entwicklung wurden Fusions- und Übernahmeaktivitäten, Anlageinvestitionen, das niedrige allgemeine Zinsniveau und die günstigen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt genannt. Die GLRGs der EZB wirkten sich den Banken zufolge weiterhin vor allem in Form einer Lockerung der Kreditbedingungen und -richtlinien aus. So gaben 63 % der Umfrageteilnehmer an, am vierten und letzten GLRG-II-Geschäft teilgenommen zu haben, und zwar in erster Linie aus Ertragsgründen. Darüber hinaus meldeten die Banken für das erste Halbjahr 2017 fortdauernde Anpassungen an die regulatorischen bzw. aufsichtsrechtlichen Neuerungen in Form einer weiteren Stärkung ihrer Eigenkapitalpositionen.

Der Rückgang der Bankkreditzinsen hat sich seit Beginn des laufenden Jahres stabilisiert; die Zinssätze liegen in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Im Mai 2017 beliefen sich die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf 1,76 %, was dem historischen Tiefstwert vom Februar 2017 entspricht, und bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte auf 1,87 % (siehe Abbildung 11). Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 sind die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte stärker gesunken als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. In der Zeit von Mai 2014 bis Mai 2017 gaben sie um 117 bzw. 104 Basispunkte nach. In den anfälligen Ländern verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften besonders stark, was auf eine homogenere Transmission der Geldpolitik auf die Bankzinsen im Euroraum hinweist. Unterdessen verringerte sich im Eurogebiet der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und für große Kredite (mehr als 1 Mio €) 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 Mai 2017.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum schwächte sich im zweiten Quartal 2017 ab.

Aus den jüngsten EZB-Daten geht hervor, dass sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Unternehmen im April und Mai 2017 verlangsamte. Aktuelle Marktdaten zufolge zog die Emissionstätigkeit im Juni wieder an. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im zweiten Quartal 2017 gedämpft und wurde durch umfangreiche Aktienrückkäufe im Mai gebremst.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum sind nach wie vor günstig.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierung) dürften im Juni und in der ersten Julihälfte 2017 leicht auf rund 4,3 % angestiegen sein. Die Finanzierungskosten liegen nun zwar etwa 30 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Juli 2016, aber nach wie vor deutlich unter dem Niveau vom Sommer 2014. Der jüngste Anstieg der gesamten Finanzierungskosten spiegelt in erster Linie höhere Eigenkapitalkosten wider. Im Gegensatz dazu schwanken die Fremdkapitalkosten (ausgedrückt als der gewichtete Durchschnitt der Kosten für Bankkredite und für die marktbasierende Fremdfinanzierung) seit August 2016 um ihren historischen Tiefstand.

Kästen

1 Konvergenz und Anpassung in den baltischen Staaten

Es ist den baltischen Staaten gelungen, in den letzten 20 Jahren ein beeindruckendes Konvergenztempo in Richtung des durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommens in der EU aufrechtzuerhalten. Ungeachtet der Schwere der Krise setzte nach einer umfassenden Korrektur der Ungleichgewichte in den Jahren 2008-2009 schnell wieder eine starke Konvergenz ein. Im vorliegenden Kasten werden die langfristige Entwicklung und die aktuellen Herausforderungen von Estland, Lettland und Litauen untersucht.

Die baltischen Staaten sind sehr klein; zusammengenommen machen sie lediglich 0,4 % des BIP im Euroraum und 1,8 % der Bevölkerung im Eurogebiet aus. Im Jahr 2004 traten die drei Länder der EU bei; ihr Pro-Kopf-Einkommen belief sich im Schnitt auf 44 % des Pro-Kopf-Einkommens im Euroraum. Seit dem EU-Beitritt hat jedes der drei Länder eine stark auf eine freie Marktwirtschaft ausgerichtete, wirtschaftsfreundliche Agenda verfolgt, doch in der Zeit bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 bauten sich beträchtliche Ungleichgewichte auf. Die auf diese Krise folgende wirtschaftliche Anpassung kam unvermittelt und verlief sehr rasch. Estland führte den Euro bereits im Jahr 2011 ein; das Land hatte alle Maastricht-Kriterien erfüllt und profitierte trotz einer drastischen makroökonomischen Anpassung von einer äußerst soliden Haushaltslage. Lettland und Litauen traten dem Euroraum 2014 bzw. 2015 bei.

Die drei Länder unterscheiden sich zwar in vielerlei Hinsicht voneinander, haben jedoch auch einige Gemeinsamkeiten: einen sehr hohen Offenheitsgrad bei Handel und Finanzen sowie eine stark ausgeprägte Arbeitskräftemobilität, eine hohe wirtschaftliche Flexibilität mit hauptsächlich auf Unternehmensebene erfolgenden Tarifverhandlungen, relativ gute institutionelle Rahmenbedingungen sowie eine geringe Staatsverschuldung (siehe Tabelle). Im Allgemeinen gelten die meisten der genannten Merkmale als förderlich für die reale Konvergenz. Zugleich war der hohe Offenheitsgrad dieser Länder auch der Grund für eine makroökonomische Anfälligkeit und bestimmte politische Herausforderungen. Insbesondere die Durchführung der Konjunkturpolitik erwies sich vor dem Hintergrund volatiler Kapitalströme als schwierig.

Ausgewählte Ländermerkmale 2015

	Offenheitsgrad beim Handel (Verhältnis von Exporten und Importen zum BIP in %)	Finanzieller Offenheitsgrad (Anteil der Auslandsfilialen an der Bilanzsumme des Bankensystems in %)	Koordinationsgrad bei Tarifverhandlungen*	Rahmenbedingungen** (vier zentrale WGI-Indikatoren)	Staatsverschuldung (in % des BIP)
Baltische Staaten	142 %	78 %	1,00	1,06	30 %
Euroraum	88 %	13 %	2,63	1,18	90 %

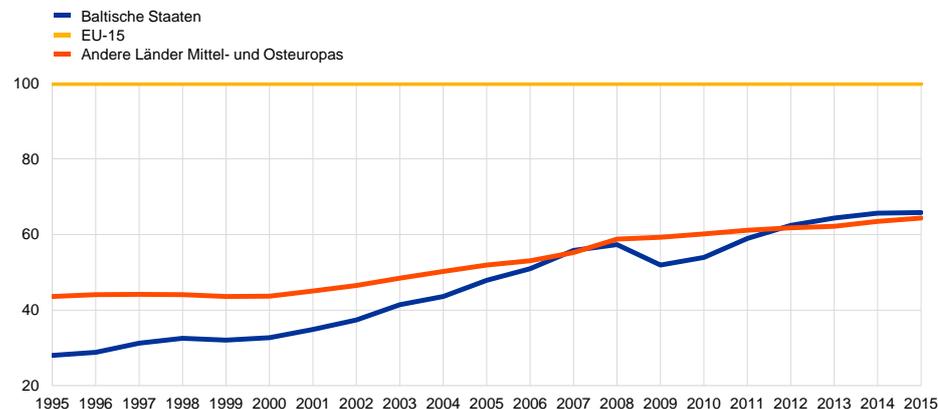
Quellen: Europäische Kommission, Weltbank, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Interventions and Social Pacts.

Anmerkung: * Umfasst fünf Kategorien: 1) Verhandlungen erfolgen überwiegend auf lokaler oder unternehmerischer Ebene, 2) Verhandlungen auf mittlerer Ebene oder abwechselnd zwischen Sektor- und Unternehmensebene, 3) Verhandlungen erfolgen hauptsächlich auf Sektor- oder Branchenebene, 4) Verhandlungen auf mittlerer Ebene oder abwechselnd zwischen zentraler Ebene und Branchenebene, 5) Verhandlungen erfolgen überwiegend auf zentraler Ebene oder branchenübergreifend. ** Bezieht sich auf den Teilindex der Worldwide Governance Indicators (WGI) der Weltbank, der den Durchschnittswert folgender Komponenten umfasst: Rechtsstaatlichkeit, Qualität von Rechtsvorschriften, wirksames Regierungshandeln und Korruptionskontrolle. Der Durchschnitt für die baltischen Staaten ist ungewichtet.

Langfristig betrachtet ist die Konvergenzentwicklung der baltischen Staaten bemerkenswert. Sie zählen neben der Slowakei zu den wenigen Euro-Ländern, deren reales Pro-Kopf-BIP (in Kaufkraftstandard) sich in den letzten 20 Jahren erheblich an den EU-Durchschnitt angenähert hat. Während sich ihr durchschnittliches Pro-Kopf-Einkommen (in Kaufkraftstandard) im Jahr 1995 auf lediglich rund 28 % des EU-15-Durchschnitts belief, lag dieser Wert 2015 bei 66,5 % (siehe Abbildung A). Beachtenswert ist auch, dass alle drei baltischen Staaten 2008 und 2009 zwar massive Rückgänge des realen BIP verzeichneten, in der Folgezeit jedoch kräftige Erholungsphasen erlebten.

Abbildung A
Pro-Kopf-BIP in Relation zur EU-15

(in Kaufkraftstandard; EU-15 = 100)



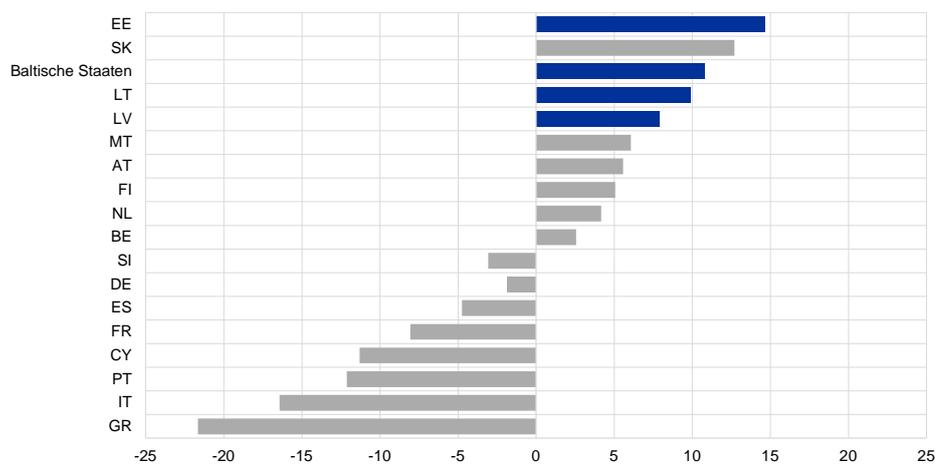
Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: „Andere Länder Mittel- und Osteuropas“ bezieht sich auf den Durchschnitt des Pro-Kopf-Einkommens sieben anderer mittel- und osteuropäischer Staaten, die der EU 2004 bzw. 2007 beitraten (Bulgarien, Polen, Rumänien, die Slowakei, Slowenien, die Tschechische Republik und Ungarn). „EU-15“ bezeichnet die 15 Mitgliedstaaten der Europäischen Union (Stand: 31. Dezember 2003) vor dem EU-Beitritt der neuen Mitgliedstaaten, d. h. Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden, Spanien und das Vereinigte Königreich.

Die langfristige Konvergenzentwicklung der baltischen Staaten war deutlich besser, als auf Grundlage ihres ursprünglichen Einkommensniveaus zu erwarten gewesen wäre. Diese starke Entwicklung sollte vor dem Hintergrund des ursprünglich äußerst niedrigen Einkommensniveaus der baltischen Länder bewertet werden, welches zu Beginn ihres Übergangs zu marktwirtschaftlichen Systemen Mitte der 1990er-Jahre verzeichnet worden war. Die Konvergenzfortschritte dieser

Länder liegen indes über dem Wert, der sich aus einer Gleichung ergeben hätte, in der das anfängliche Pro-Kopf-Einkommen mit dem Wachstum im Zeitraum von 1999 bis 2015 verknüpft wird. Dies zeigt sich in Abbildung B, wonach sich die baltischen Staaten – neben der Slowakei – im Vergleich zu der sich aus dem einfachen Aufholmodell ergebenden Prognose weitaus besser entwickelten.

Abbildung B
 Wachstum des Pro-Kopf-BIP 1999-2015 (in Kaufkraftstandard; zu Marktpreisen) – Unterschied zwischen tatsächlichem und erwartetem Wachstum auf Grundlage des ursprünglichen Einkommensniveaus



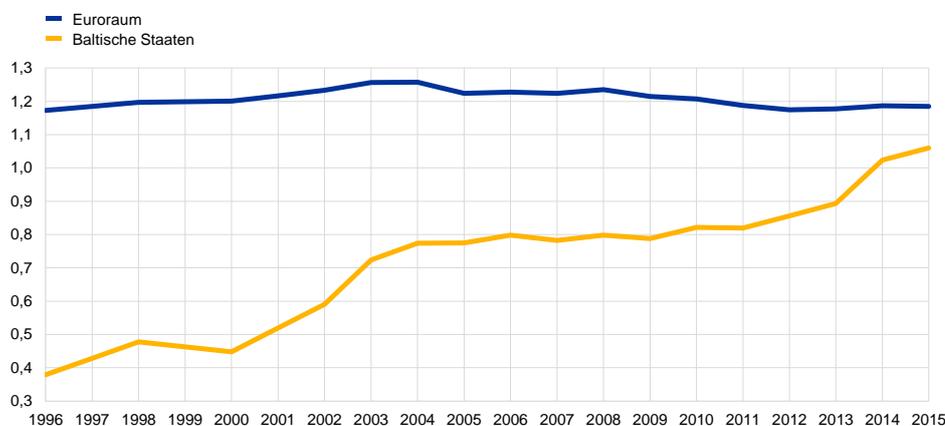
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Basierend auf einer länderübergreifenden linearen Gleichung zu EU-Ländern, in der das kumulierte Wachstum des Pro-Kopf-BIP in Prozent des Pro-Kopf-BIP in der EU (in Kaufkraftstandard) zwischen 1999 und 2015 auf das ursprüngliche Pro-Kopf-BIP in Prozent des Pro-Kopf-BIP in der EU (in Kaufkraftstandard) im Jahr 1999 regressiert wird. In einer Formel dargestellt, bedeutet dies: $\Delta y_i, 1999-2015 = \alpha + \beta y_i, 1999 + \varepsilon_i$ ($R^2=0,62$); $\Delta y_i, 1999-2015$ bezieht sich auf das kumulierte Wachstum des Pro-Kopf-BIP von 1999 bis 2015; $y_i, 1999$ bezieht sich auf das ursprüngliche Pro-Kopf-Einkommen (in Kaufkraftstandard); ε_i ist ein Fehlerterm. Irland wurde aufgrund der Niveauverschiebung des BIP im Jahr 2015 als Ausreißer aus dem Berichtskreis ausgeschlossen. Zurückzuführen war diese Verschiebung vor allem auf die statistischen Auswirkungen von Bilanzsanierungen durch multinationale Unternehmen. Luxemburg ist ebenfalls nicht enthalten, da die Berechnungen des Pro-Kopf-BIP durch die hohe Zahl an grenzüberschreitend tätigen Arbeitnehmern verzerrt sind.

Einer der möglichen Gründe für die recht deutlichen Konvergenzerfolge der baltischen Staaten liegt in der stark verbesserten Qualität der Institutionen in diesen Ländern (siehe Abbildung C). Die Worldwide Governance Indicators der Weltbank, bei denen es sich um einen zusammengesetzten Indikator der Qualität von Institutionen handelt, deuten darauf hin, dass sich die Qualität der Institutionen in den baltischen Staaten – insbesondere in Estland – in den letzten Jahrzehnten erheblich verbessert hat. Besonders schnell vollzog sich diese Verbesserung in den Jahren vor dem EU-Beitritt. Dabei dürfte die Angleichung von Regelungen an den gemeinschaftlichen Besitzstand vor dem EU-Beitritt (also die Übernahme des „acquis communautaire“) eine wichtige Rolle gespielt haben.

Abbildung C

Worldwide Governance Indicators (Delivery Index)

(synthetischer Index auf Grundlage einer durchschnittlichen Rangfolge von vier Teilindikatoren)



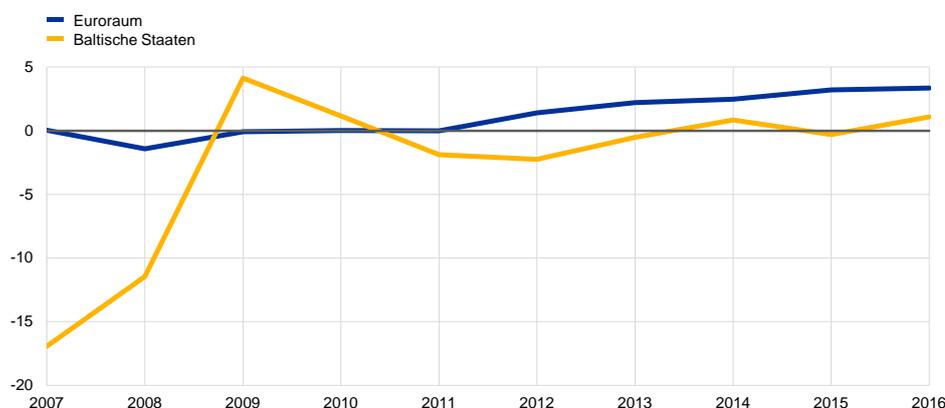
Quelle: Weltbank.

Anmerkung: Der Delivery Index stellt den Durchschnitt folgender Teilindikatoren dar: Qualität von Rechtsvorschriften, wirksames Regierungshandeln, Korruptionskontrolle und Rechtsstaatlichkeit. Ein höherer Indexwert bedeutet eine bessere relative Entwicklung der Qualität von Institutionen.

Abbildung D

Leistungsbilanz

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Die baltischen Staaten waren zu Beginn der globalen Krise im Jahr 2008 sehr anfällig. Die drei Länder wiesen allesamt äußerst hohe Leistungsbilanzdefizite auf, die 2007 nahe bei bzw. über 10 % des BIP lagen. Darin kam ein nicht tragfähiger – durch Kapitalzuflüsse finanzierter – Boom der Inlandsnachfrage zum Ausdruck. Der große externe Finanzierungsbedarf machte die baltischen Staaten anfällig gegenüber der plötzlichen Unterbrechung der Kapitalströme Ende 2008 und im Jahr 2009. In diesen ausgeprägten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten spiegelte sich zum Teil eine deutliche Verschlechterung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit wider, die vor dem Hintergrund eines sehr raschen Anstiegs der Lohnstückkosten zu sehen war. Letzterer war wiederum einem starken Lohnwachstum zuzuschreiben (von 2004 bis 2007 hatte sich das reale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in Estland, Lettland und Litauen jährlich um durchschnittlich 15,8 %, 25,2 % bzw. 15 % erhöht). Auch das Finanzsystem war im Laufe der Zeit verwundbar geworden. In den Jahren

vor Ausbruch der Krise kam es in den baltischen Staaten zu einer rasch zunehmenden Vertiefung der Finanzmärkte – wenn auch ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Vor der Krise wurden einige makroprudenzielle und geldpolitische Maßnahmen ergriffen (insbesondere Erhöhungen des Mindestreservesatzes), die jedoch nicht ausreichten, um das Entstehen von Ungleichgewichten zu verhindern. Überdies wurden diese Maßnahmen zum Teil von den in diesen Ländern tätigen Auslandsbanken umgangen.

Zwar traf die Krise die baltischen Staaten schwer, doch die Ungleichgewichte wurden sehr schnell korrigiert.

Die rasche Anpassung der öffentlichen Finanzierungssalden und der Bilanzen des privaten Sektors bedeutete, dass die baltischen Staaten das Entstehen eines erheblichen Schuldenüberhangs abwenden konnten. Außerdem wurde die Arbeitslosigkeit zügig abgebaut. Auf diese Weise konnte das Hysterese-Risiko verringert werden, sodass dauerhafte Auswirkungen auf das Potenzialwachstum vermieden wurden.

Nach dem abrupten Versiegen der Kapitalflüsse wurde die Leistungsbilanz in den baltischen Staaten frühzeitig angepasst.

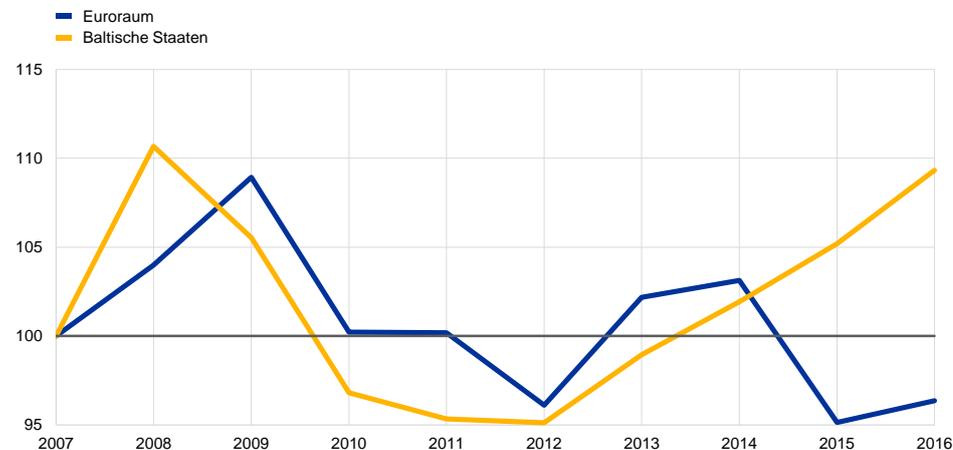
Im Jahr 2009 wiesen die baltischen Staaten bereits wieder einen Leistungsbilanzüberschuss auf (siehe Abbildung D). Die Anpassung der Außenfinanzierungslücke erfolgte in erster Linie durch einen massiven Einbruch bei den Einfuhren und einen beschleunigten Anstieg der Ausfuhren im Jahr 2010, die der internen Anpassung und den Handelsbeziehungen mit wachstumsstarken Regionen zuzuschreiben waren. Während der Krise hatten Euro-Länder mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit Zugang zu reichlich Zentralbankliquidität, um private Kapitalströme zu ersetzen. Die baltischen Staaten hingegen mussten mangels kurzfristiger Finanzierungsquellen eine umfassende Leistungsbilanzanpassung vornehmen. Nur Lettland erhielt Zahlungsbilanzhilfen von der EU und dem Internationalen Währungsfonds (IWF), um einen Teil der Außenfinanzierungslücke mit öffentlichen Mitteln zu schließen.

Der außenwirtschaftliche Anpassungsprozess der baltischen Staaten wurde durch eine schmerzhaft, aber wirkungsvolle interne Abwertung unterstützt

(siehe Abbildung E). Zum Zeitpunkt des abrupten Versiegens der Kapitalzuflüsse in den Jahren 2008 und 2009 mussten alle drei Länder ihren überbewerteten realen Wechselkurs deutlich anpassen. Aus verschiedenen Gründen wählten sie alle eine Strategie der internen Abwertung. Auch die Arbeitslosigkeit wurde relativ schnell zurückgeführt (siehe Abbildung F). In der Spitze im Jahr 2010 lag die Arbeitslosenquote in Estland bei 16,7 %, in Lettland bei 19,5 % und in Litauen bei 17,8 %. Anschließend ging sie jedoch deutlich zurück und lag 2015 in Estland bei 6,2 %, in Lettland bei 9,9 % und in Litauen bei 9,1 %.

Abbildung E Realer effektiver Wechselkurs

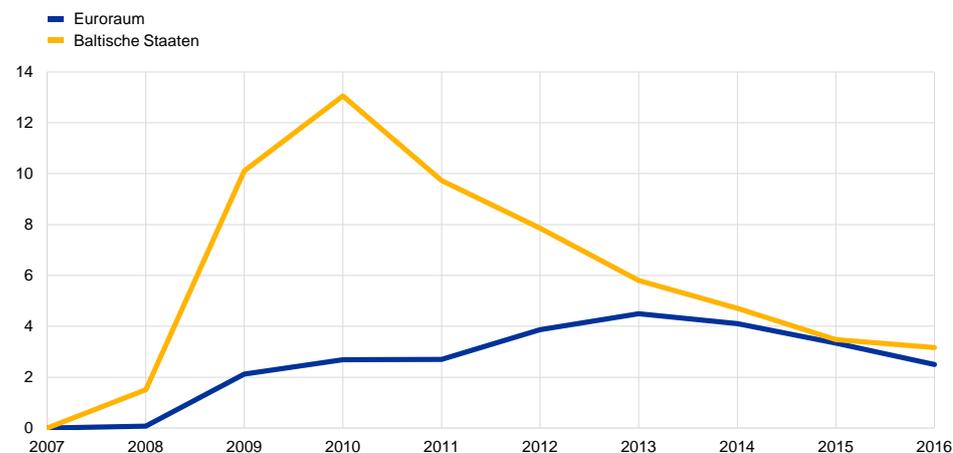
(Index: 2007 = 100; mit den Lohnstückkosten deflationiert; 37 Handelspartner)



Quelle: EZB.

Abbildung F Arbeitslosenquote

(Veränderung gegenüber 2007 in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Diese vergleichsweise schnelle Anpassung in den baltischen Staaten wurde unter anderem auch durch eine starke anfängliche Erholung des Beschäftigungswachstums im Zuge einer Anpassung der Arbeitskosten ermöglicht. Eine wesentliche Rolle spielte zudem die beträchtliche Emigration nach Skandinavien und Westeuropa. Die Auswirkungen dieser Migrationsströme sind komplex. Einerseits trugen sie dazu bei, den Druck auf den Arbeitsmarkt zu verringern und die Zahlungsbilanz durch umfangreiche Heimatüberweisungen ausgewanderter Arbeitnehmer zu verbessern; andererseits bewirkten sie jedoch auch einen Rückgang des Arbeitskräfteangebots und eine demografische Verschlechterung. Seit ihrem EU-Beitritt im Jahr 2004 ist die Bevölkerung in Estland, Lettland und Litauen um 3 %, 12 % bzw. 14 % geschrumpft. Dies liegt vor allem an der Abwanderung jüngerer Arbeitskräfte.

Mit Blick in die Zukunft sehen sich die baltischen Staaten einigen wirtschaftlichen Herausforderungen gegenüber. Dazu zählen: 1) der Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit vor dem Hintergrund eines starken Lohn- und eines sich abschwächenden Produktivitätswachstums, 2) die Vermeidung der Falle des mittleren Einkommens („Middle-Income Trap“) und 3) der Umgang mit einem volatilen Konjunkturzyklus innerhalb der WWU.

1) In den vergangenen drei Jahren sind die Lohnstückkosten in den baltischen Staaten deutlich gestiegen, was auf eine allmähliche Erosion der Wettbewerbsfähigkeit hindeutet. Dies liegt vor allem an einer beträchtlichen Verlangsamung des Produktivitätswachstums und einem beschleunigten Wachstum des realen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Die zunehmende Knappheit an Arbeitskräften trug maßgeblich zur jüngsten Beschleunigung des Lohnwachstums in den baltischen Staaten bei. Dabei lag die Arbeitslosenquote im Jahr 2016 in Estland bereits bei 6,8 %, in Lettland bei 9,6 % und in Litauen bei 7,9 %.

In einem relativ flexiblen Arbeitsmarkt ist das Aufkommen von Lohndruck unter solchen Umständen ein Zeichen dafür, dass ein großer Teil dieser Arbeitslosigkeit strukturell bedingt ist und in der Volkswirtschaft Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten beruflichen Qualifikationen bestehen. Während die Migration in den Rezessionsjahren noch als nützlicher Anpassungskanal diente, trägt die trotz Wirtschaftserholung nach wie vor per saldo zu verzeichnende Abwanderung zur angespannten Lage am Arbeitsmarkt bei. Insgesamt scheint sich die Dynamik des Lohnwachstums in diesen Ländern jedoch nicht nur durch die Knappheitsverhältnisse am Arbeitsmarkt erklären zu lassen. Maßgeblich hierfür waren auch drastische Erhöhungen des Mindestlohns. Daher sollten unbedingt Maßnahmen zum Abbau der Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten beruflichen Qualifikationen sowie zur Ankurbelung des Produktivitätswachstums ergriffen werden. Zugleich müssten Anstrengungen unternommen werden, um das Lohnwachstum wieder mit dem Produktivitätswachstum in Einklang zu bringen.

2) Die weltweite Erfahrung zeigt, dass es Ländern, die wie die baltischen Staaten nun auf einem mittleren Einkommensniveau liegen, in der Regel schwerfällt, weitere Konvergenzfortschritte zu erzielen und ein hohes Einkommensniveau zu erreichen.

Einer Studie der Weltbank zufolge erreichten von 101 Ländern mit mittlerem Einkommensniveau im Jahr 1960 nur 13 Staaten bis 2008 ein hohes Einkommensniveau.¹ Befindet sich ein Land auf der Entwicklungsstufe „mittleres Einkommen“, ist der Spielraum für eine Produktivitätssteigerung mittels eines Arbeitskräftetransfers aus dem Agrarsektor in produktivere Wirtschaftszweige wie das verarbeitende Gewerbe normalerweise begrenzt. In diesem Fall sollten vermehrt innovationsbasierte Wirtschaftsaktivitäten zum Produktivitätswachstum beitragen. Durch eine Reihe von Faktoren lässt sich das Risiko eines Landes, in die Falle des mittleren Einkommens zu geraten, verringern. Dazu zählen

¹ Siehe Weltbank, China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society, 2012.

starke Institutionen, ein geringer Altenquotient, ein hoher Investitionsanteil sowie ein breit gefächertes Handels- und Produktionssektor.²

3) Auf mittlere Sicht bleibt der Umgang mit Konjunkturschwankungen eine der größten Herausforderungen der baltischen Staaten. Eine der wesentlichen Lehren aus der Krise ist, dass eine kleine offene Volkswirtschaft im Euroraum, die mit volatilen Kapitalflüssen zu kämpfen hat, noch stärker als andere Euro-Länder auf antizyklische Maßnahmen setzen muss. Dies macht deutlich, wie wichtig der aktive Einsatz antizyklischer makroprudenzieller Instrumente ist, um zu verhindern, dass sich im Laufe des Konjunkturzyklus Schwachstellen im Finanzsystem häufen. Zugleich sollte eine antizyklische Finanzpolitik betrieben werden. In Aufschwungsphasen sollten die baltischen Staaten daher angemessene Haushaltsreserven bilden, um für eventuelle stärkere Schwankungen des Wirtschaftswachstums gerüstet zu sein. In Abschwungsphasen könnten die politisch Verantwortlichen dann automatische Stabilisatoren wirken lassen, wodurch prozyklische finanzpolitische Straffungsmaßnahmen vermieden werden könnten.

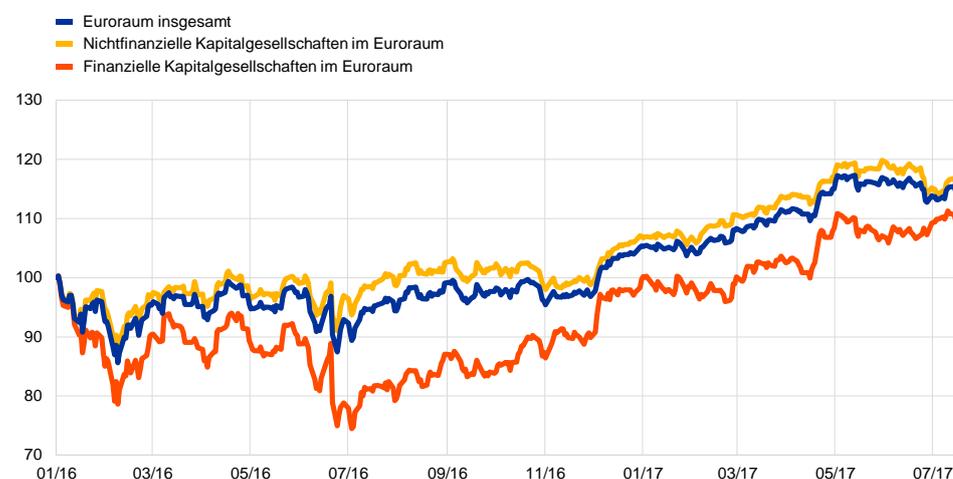
² Siehe S. Aiyar, R. Duval, D. Puy, Y. Wu und L. Zhang, Growth Slowdowns and the Middle-Income Trap, Working Paper des IWF, Nr. 13/71, März 2013.

Determinanten der Kursentwicklung an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets in jüngster Zeit

Nach dem Tiefstand im Anschluss an das Referendum im Vereinigten Königreich über die EU-Mitgliedschaft haben die Aktienkurse im Euroraum beachtliche Zuwächse erzielt (siehe Abbildung A). Verglichen mit Anfang Juli 2016 beträgt der Anstieg rund 40 % bei Bankaktien und 20 % für Titel aus dem nicht-finanziellen Unternehmenssektor.

Abbildung A
Aktienindizes im Euroraum

(1. Januar 2016 = 100)



Quellen: Thomson Reuters DataStream und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Juli 2017.

Im vorliegenden Kasten werden anhand eines Dividendenbarwertmodells die Bestimmungsgründe für den Anstieg der Aktienkurse seit Juli 2016 analysiert.

Mithilfe von Dividendenbarwertmodellen lassen sich Kursveränderungen bei Aktien in drei Einflussgrößen zerlegen: a) Veränderungen des erwarteten künftigen Cashflows aus Aktiendividenden, b) Veränderungen des langfristigen risikolosen Zinssatzes und c) Veränderungen der sogenannten Aktienrisikoprämie. Die Summe aus der Aktienrisikoprämie und dem langfristigen risikofreien Zins bildet die verlangte Aktienrendite, mit der künftige Dividendenzahlungen diskontiert werden. Die Aktienrisikoprämie steht für die Risikoentschädigung (den „Renditeaufschlag“), die die Anleger dafür verlangen, dass sie Aktien statt langfristiger Anleihen halten.

Die Aktienrisikoprämie erhält man, indem die abgezinste Summe der zukünftigen Cashflows mit den aktuellen Aktienkursen gleichgesetzt wird – insofern sich erwartete Dividendenzahlungen, langfristige risikolose Zinssätze und Aktienkurse an den Finanzmarktdaten ablesen lassen. Wie sich die für die Zukunft erwarteten Ausschüttungen allerdings entwickeln werden, kann per se nicht direkt beobachtet werden, sodass die erwarteten künftigen Dividenden über Ersatzindikatoren abgeleitet werden, die beobachtbar sind und mit wirtschaftlich plausiblen Annahmen kombiniert werden.

Das Dividendenbarwertmodell wird hier auf Basis der Annahme operationalisiert, dass sich das erwartete Dividendenwachstum phasenweise unterschiedlich entwickelt und auf einen konstanten langfristigen Wert zusteuert. So unterteilt ein Dreistufenmodell die Dividendenwachstumsrate in drei unterschiedliche Phasen: a) eine Anfangsphase, während der die Dividenden mit einer konstanten Rate g_a zunehmen, b) eine mittlere Phase, in der die anfängliche Wachstumsrate linear mit einer langfristigen Wachstumsrate g_n konvergiert, und c) eine zeitlich unbestimmte Schlussphase, in der das Dividendenwachstum der konstanten jährlichen Langfristrate g_n entspricht. Ausgehend von den Gegenwartsdividenden wird aus dieser angenommenen Sequenz von Wachstumsraten die komplette Entwicklung der erwarteten zukünftigen Dividenden ermittelt.

Gestützt auf diese Annahmen für die zukünftigen Dividendenwachstumsraten leitet sich die Aktienprämie aus den Dividendenrenditen und dem risikofreien Zinssatz ab. Berechnet wird sie mit der Formel in der Gleichung, die eine Annäherung an das dreistufige, auch als „H-Modell“³ bekannte Dividendenbarwertmodell darstellt. Die Variable r repräsentiert in der Gleichung die Rendite, die für eine Aktie (oder einen Aktienindex) verlangt wird, r_f steht für die risikofreie langfristige Rendite, ERP gibt die Aktienrisikoprämie und D_0/P_0 die aktuelle Dividendenrendite an, wobei g_a und g_n die beiden oben beschriebenen Dividendenwachstumsparameter verkörpern. Der Parameter H gibt die Dauer der Anfangsphase (erste Stufe) zuzüglich der halben Länge der mittleren Phase (zweite Stufe) an. Um das Modell zu operationalisieren, wird die anfängliche Dividendenwachstumsrate g_a (erste Stufe) durch die „langfristigen“ I/B/E/S-Gewinnprognosen⁴ und die langfristige Zuwachsrate g_n (dritte Stufe) durch die von Consensus Economics ermittelten Erwartungen für das langfristige jährliche BIP-Wachstum approximiert. Die Aktienkurse und die Anfangsdividenden werden an den Finanzmärkten direkt abgelesen, während die langfristige risikofreie Rendite durch den zehnjährigen OIS-Zinssatz (für Tagesgeldsatz-Swaps) erfasst wird. Sie wird zur Berechnung der Aktienrisikoprämie von der verlangten Aktienrendite subtrahiert. Nun lassen sich die Bewegungen des Aktienindex zerlegen in veränderte Wachstumserwartungen (als Änderungen der g -Parameter) und in Veränderungen des langfristigen risikolosen Zinssatzes bzw. Veränderungen der errechneten Aktienprämie.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_0}{P_0} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n$$

Für den Anstieg der Aktienkurse von Anfang Juli 2016 bis Januar 2017 war in kumulierter Betrachtung vor allem ein Rückgang der Aktienrisikoprämie verantwortlich (siehe Abbildung B). In Abbildung B sind die kumulierten Beiträge zur Veränderung der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet dargestellt. Der positive

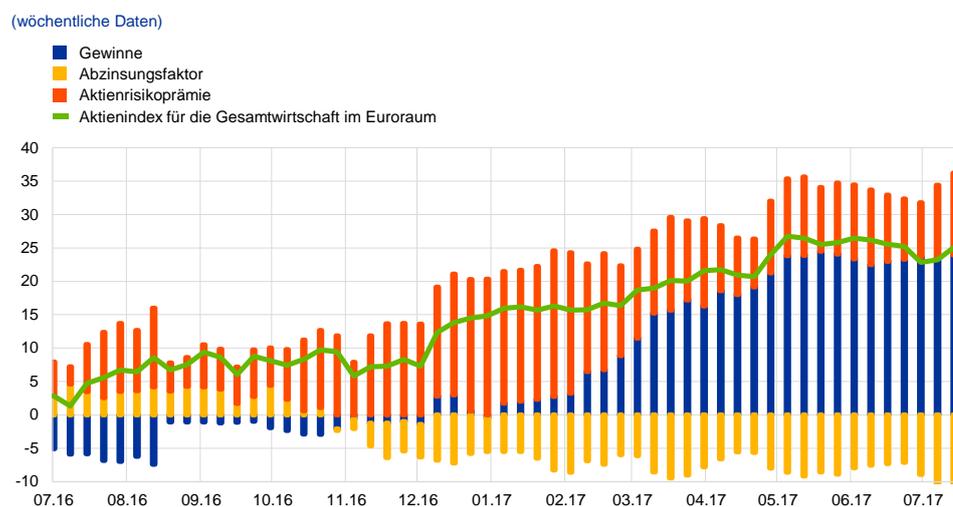
³ Siehe R. J. Fuller und C.-C. Hsia, A simplified common stock valuation model, in: Financial Analysts Journal, 40(5), September-Oktober 1984, S. 49-56.

⁴ Das Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) liefert zusammengesetzte Schätzungen der antizipierten jährlichen Wachstumsrate des Gewinns je Aktie über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren.

Kurseinfluss der rückläufigen Aktienrisikoprämie manifestierte sich dabei im zeitlichen Umfeld der Präsidentschaftswahlen in den USA besonders deutlich.⁵

Seit Anfang 2017 haben indes die Gewinnerwartungen für den Unternehmenssektor des Euroraums merklich angezogen und sich zum wichtigsten Treiber des weiteren Anstiegs der Aktienkurse entwickelt. Die gestiegenen Gewinnerwartungen stehen im Einklang mit der generellen Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Eurogebiet, was etwa auch die starken Werte des Citi Economic Surprise Index oder der Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum untermauern. Der seit Herbst 2016 verzeichnete Anstieg der längerfristigen Renditen wurde – über den Gesamtzeitraum betrachtet – von den rückläufigen Aktienrisikoprämien und später auch den verbesserten Gewinnerwartungen insgesamt überkompensiert.

Abbildung B
 Zerlegung der kumulierten Veränderungen der Aktienkurse im Euroraum anhand des Dividendenbarwertmodells



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juli 2017.

Im historischen Vergleich sind die aktuell geschätzten Aktienrisikoprämien im Euro-Währungsgebiet nicht niedrig (siehe Abbildung C) – ein Indiz dafür, dass Aktien in Relation zu Anleihen nicht sonderlich hoch bewertet sind. Die für den Euroraum geschätzte Aktienrisikoprämie zog im Fahrwasser der Finanzkrise 2008 deutlich auf Werte zwischen 6 % und 8 % an. Gleichwohl kann die Aktienrisikoprämie, so wie alle in Finanzmarktpreisen enthaltenen Risikoprämien, nicht direkt beobachtet werden. Daher ist jede Messung (einschließlich der hier dargestellten) mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, sodass die Schätzwerte der Risikoprämie mit Vorsicht interpretiert werden sollten.

⁵ Ein Rückgang der Aktienrisikoprämie spiegelt sich in Abbildung B als positiver Beitrag zur Aktienkursentwicklung wider.

Abbildung C

Aktienrisikoprämie im Euroraum (Gesamtindex) auf Basis des Dividendenbarwertmodells

(in Prozentpunkten)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

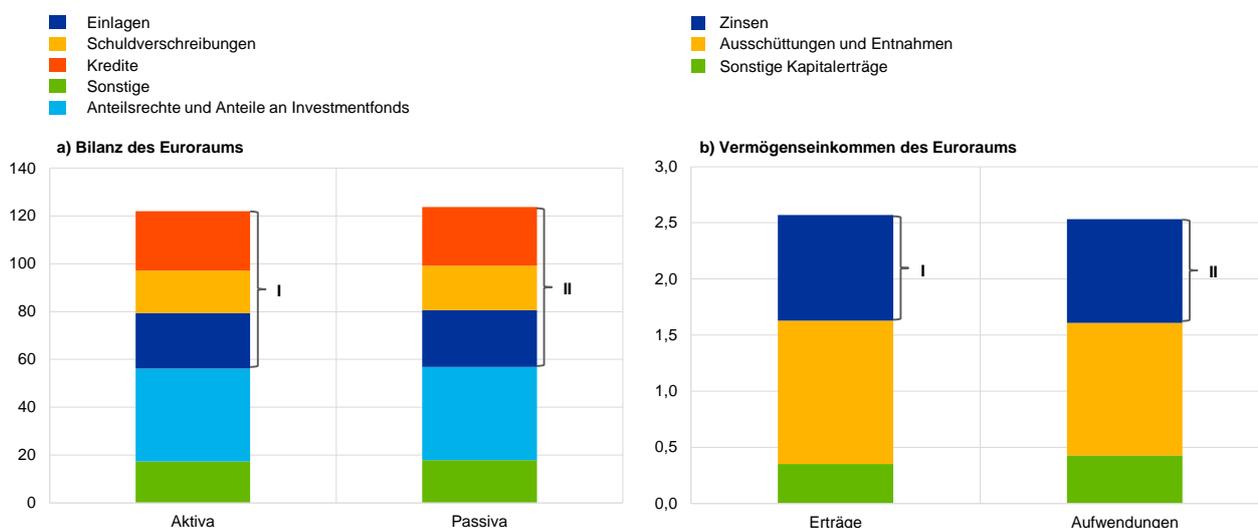
Anmerkung: Schätzung auf Basis eines auf den Gesamtindex angewendeten Dividendenbarwertmodells. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2017.

3 Niedrigere Zinssätze und sektorale Veränderungen des Zinseinkommens

Im vorliegenden Kasten wird beschrieben, wie sich der Zinsrückgang seit 2008 auf das Zinseinkommen in den einzelnen Sektoren ausgewirkt hat. Der Schwerpunkt liegt dabei auf zinstragenden Aktiva und Passiva wie etwa Einlagen, Schuldverschreibungen und Krediten (siehe Abbildung A).⁶

Abbildung A
Bilanz und Vermögenseinkommen des Euroraums

(in Billionen €)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Jahr 2016 für die gesamte Volkswirtschaft des Euroraums. I und II in Grafik a) und b) zeigen den Anteil zinstragender Aktiva und Passiva an der Bilanz des Euroraums und die entsprechenden Zinserträge und -aufwendungen als Anteile am Vermögenseinkommen des Euroraums.

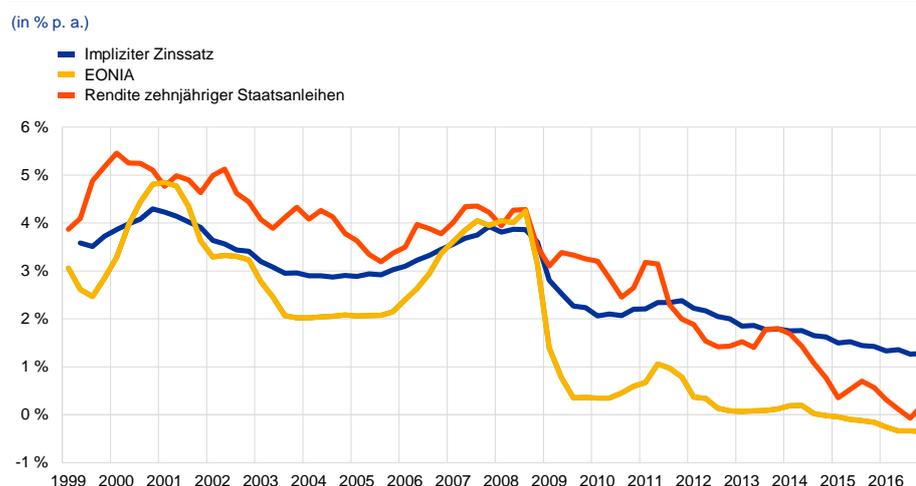
Anhand der sektoralen Bestände an zinstragenden Aktiva/Passiva und der Zinserträge/-aufwendungen lassen sich sektorspezifische implizite Zinssätze errechnen. In Abbildung A sind die Bilanz sowie die Zinserträge und -aufwendungen der gesamten Volkswirtschaft des Euroraums dargestellt.⁷ Auf sektoraler Ebene (private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, finanzielle Kapitalgesellschaften, Staat und übrige Welt) ermöglichen diese Informationen die Berechnung sektorspezifischer impliziter Zinssätze für zinstragende Aktiva und Passiva. So lässt sich beispielsweise mittels Division der Zinserträge durch den Nominalwert der Aktiva (d. h. ohne Bewertungseffekte) der implizite Zinssatz für

⁶ Die Analyse basiert auf der einschlägigen Fachliteratur und verwendet die Sektorkonten, um die Verteilungseffekte der Geldpolitik beurteilen zu können. Bach und Ando (1957), Cukierman et al. (1985) sowie Doepke und Schneider (2006) beispielsweise bewerten die Auswirkungen von Preis- und Zinsschwankungen auf Einkommen und Vermögen. Siehe G. Bach und A. Ando, The Redistributive Effects of Inflation, in: The Review of Economics and Statistics, Bd. 39, Nr. 1, 1957, S. 1-13; A. Cukierman, K. Lennan und F. Papadia, Inflation-induced redistributions via monetary assets in five European countries: 1974-1982, in: J. Mortensen (Hrsg.), Economic Policy and National Accounting in Inflationary Conditions, in: Studies in Banking and Finance, Bd. 2, 1985, sowie M. Doepke und M. Schneider, Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth, in: Journal of Political Economy, Bd. 114, Nr. 6, 2006, S. 1069-1097.

⁷ Im Rahmen der Analyse werden Zinserträge und -aufwendungen nach Zurechnung der unterstellten Bankdienstleistungen (FISIM) verwendet. Schlussfolgerungen hängen davon nicht ab.

Aktiva berechnen. Nominalwerte lassen sich durch Kumulation vierteljährlicher Transaktionen im Zeitverlauf errechnen. Aufgrund der Art, wie Zinserträge und -aufwendungen in den Sektorkonten gemessen werden, ähnelt der implizite Zinssatz konzeptionell gesehen der Rendite einer Anleihe bei Emission.⁸ Abbildung B zeigt, dass der implizite Zinssatz für die Aktiva des Eurogebiets eng mit dem Tagesgeldsatz EONIA und der Rendite für langfristige Staatsanleihen verknüpft ist. Da die Geldpolitik den aktuellen und erwarteten Tagesgeldsatz entscheidend mitbestimmt, beeinflusst die Politik der EZB letztendlich auch die Zinssätze für die zinstragenden Aktiva auf sektoraler Ebene. Allerdings hängt das Ausmaß des Durchwirkens der Änderungen des aktuellen und erwarteten Tagesgeldsatzes auf die sektoralen Zinssätze auch von der Entwicklung der Risikoprämien in den einzelnen Sektoren und der durchschnittlichen Duration der ausstehenden zinstragenden Aktiva ab.⁹

Abbildung B
EONIA, Rendite langfristiger Staatsanleihen und Schätzung des impliziten Zinssatzes für die gesamte Volkswirtschaft



Quellen: Thomson Reuters, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016. Der implizite Zinssatz gilt für die Aktiva der gesamten Volkswirtschaft des Euroraums und deckt sich mit dem entsprechenden Zinssatz für die Passiva. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen bezieht sich auf den synthetischen Zins für den Euroraum von Thomson Reuters.

Anhand des impliziten Zinssatzes lässt sich ermitteln, wie stark die niedrigeren Zinsen zur beobachteten Veränderung des Nettozinseinkommens seit 2008 beigetragen haben. Hierzu wird der implizite Zinssatz mit dem Nominalwert der Aktiva zu Beginn des Zeitraums multipliziert. Dadurch lässt sich sicherstellen, dass die seit Beginn des Betrachtungszeitraums festgestellten Veränderungen der Zinserträge nur auf Zinsänderungen zurückzuführen sind („Preiseffekt“). Eine entsprechende Berechnung wird für die Passiva in der Bilanz vorgenommen. Bestandsänderungen bei den Aktiva wirken sich auch auf die Gesamtveränderung des Zinseinkommens aus („Mengeneffekt“). Um messen zu

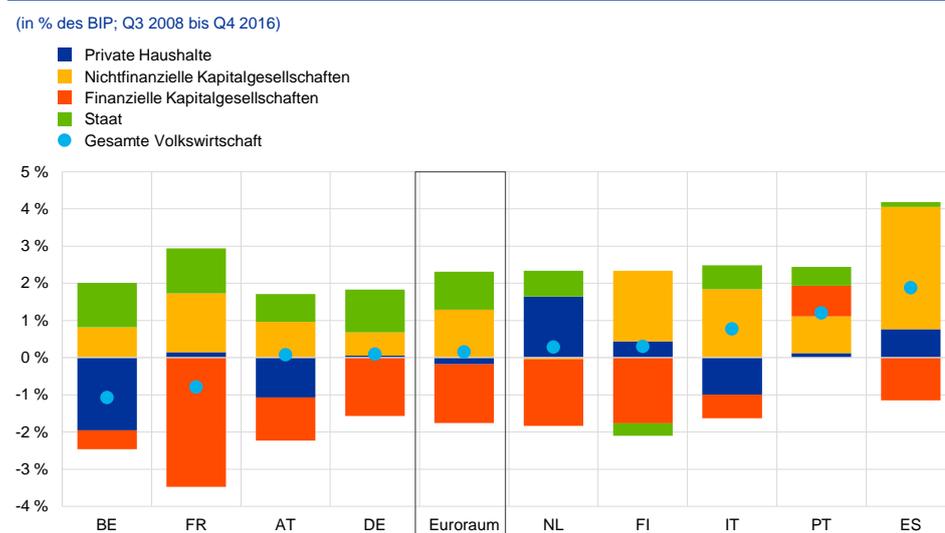
⁸ Siehe Eurostat, Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen – ESVG 2010, 2013.

⁹ Seit 2014 liegt die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen kontinuierlich unter dem impliziten Zinssatz für die gesamte Volkswirtschaft, da sich Änderungen am Kassazinssatz nur langsam im impliziten Zinssatz für die ausstehenden Aktiva mit einer relativ langen Duration widerspiegeln.

können, wie Zinsänderungen allein zu einer Umverteilung des Zinseinkommens zwischen den Sektoren geführt haben, wird der Mengeneffekt bei der Analyse nicht berücksichtigt. Ausgangspunkt für die Analyse ist das dritte Quartal 2008, das den Beginn der aktuellen Lockerungsphase markiert.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet insgesamt haben sich die niedrigeren Zinssätze positiv auf das Nettozinseinkommen ausgewirkt. Abbildung C zeigt die durch den Zinsrückgang bedingte Veränderung des Nettozinseinkommens im Zeitraum vom dritten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2016 für den Euroraum insgesamt sowie für neun Euro-Länder.¹⁰ Da sich geringere Zinsen auch indirekt auf die privaten Haushalte auswirken (nämlich über ihre Anlagen in Pensions-einrichtungen, ihre Anteilsrechte an Unternehmen oder ihre Eigenschaft als Steuerzahler), ist eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung im Vergleich zur übrigen Welt sinnvoll. Bezogen auf die gesamte Volkswirtschaft wirkten sich die niedrigeren Zinsen im Eurogebiet insgesamt und auch in den meisten Ländern des Euroraums geringfügig positiv auf das Nettozinseinkommen aus. Eine Analyse der einzelnen Sektoren verdeutlicht, dass die Größe und Zusammensetzung der sektoralen Bilanzen bei dem Versuch, die Auswirkungen des Zinsrückgangs auf die gesamte Volkswirtschaft zu verstehen, eine wesentliche Rolle spielen. Aus Abbildung C wird ersichtlich, dass sich die niedrigeren Zinsen – mit Blick auf das Eurogebiet insgesamt – positiv auf das Nettozinseinkommen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und des Staates, aber negativ auf das der finanziellen Kapitalgesellschaften auswirkten. Bei den privaten Haushalten war der Effekt weitgehend neutral.

Abbildung C
Auswirkungen der niedrigeren Zinssätze auf das Nettozinseinkommen



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Länderauswahl erfolgte auf Grundlage der Verfügbarkeit der vierteljährlichen Sektorkonten. Gesamte Volkswirtschaft bezieht sich auf Veränderungen des Nettozinseinkommens in Relation zur übrigen Welt. Bedingt durch unterschiedliche Aggregationsebenen entspricht die Summe der sektoralen Veränderungen des Nettozinseinkommens nicht exakt der Veränderung des Nettozinseinkommens in Relation zur übrigen Welt. Die Berechnungen beruhen auf gleitenden Vierquartalsdurchschnitten.

¹⁰ Maßgeblich für die Länderauswahl war die Verfügbarkeit der vierteljährlichen Sektorkonten im Betrachtungszeitraum.

Die direkten Auswirkungen der niedrigeren Zinssätze auf den Sektor der privaten Haushalte sind mit Blick auf die einzelnen Länder heterogener.¹¹

Wie aus Abbildung C hervorgeht, haben die privaten Haushalte in Finnland, den Niederlanden und Spanien vom Zinsrückgang profitiert: In diesen Ländern sind die Nettozinserträge bedingt durch die gesunkenen Zinssätze gestiegen. Grund dafür ist, dass die Verschuldung der privaten Haushalte verglichen mit dem Umfang ihrer Aktiva dort besonders hoch war. Auch die weite Verbreitung variabel verzinslicher Hypothekarkredite (z. B. in Spanien) steigert den Nutzen von geringeren Zinsen. Im Gegensatz dazu sind die Nettozinseinkommen der privaten Haushalte in Belgien, Österreich und Italien vergleichsweise stärker gesunken. In diesen Ländern entfällt ein relativ großer Anteil des Geldvermögens dieses Sektors auf zinstragende Aktiva. In Deutschland, Frankreich und Portugal war die Veränderung des Nettozinseinkommens der privaten Haushalte vernachlässigbar.¹²

Während die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der Staatssektor mit am stärksten von den niedrigeren Zinsen profitierten, sind die Zinseinkommen im Finanzsektor insgesamt zurückgegangen.

In Frankreich, Finnland, Italien und Spanien stiegen die Nettozinserträge der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften infolge der Zinsentwicklung um mehr als 1 % des BIP. In Belgien, Frankreich und Deutschland profitierte der Sektor Staat am meisten von den niedrigeren Zinssätzen. In den am stärksten von der Staatsschuldenkrise betroffenen Ländern zog der Staat relativ betrachtet weniger Nutzen aus dem Rückgang der Zinsen, da gleichzeitig ein Anstieg der Risikoprämien für Staatsanleihen zu verzeichnen war. Der Finanzsektor schließlich musste seit dem dritten Quartal 2008 insgesamt Einbußen beim Zinseinkommen hinnehmen. Dies traf vor allem auf Frankreich zu, Portugal hingegen bildete eine Ausnahme. Der Grund für die rückläufigen Zinseinkünfte des Finanzsektors (zu dem MFIs, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sowie sonstige Finanzinstitute zählen) ist, dass dieser Sektor im Durchschnitt mehr zinstragende Aktiva als zinstragende Passiva hält. Wenn die Zinsen für Aktiva und Passiva gleich stark sinken, verringert sich dadurch auch das Nettozinsergebnis des Sektors. Hierbei gilt es jedoch auch zu beachten, dass das Zinseinkommen nicht die einzige Bestimmungsgröße für die Ertragskraft des Finanzsektors darstellt.¹³

Im Verlauf des vergangenen Konjunkturzyklus waren die sektoralen Veränderungen beim Nettozinseinkommen weitgehend neutral.

Der vorliegende Kasten konzentriert sich auf die Auswirkungen des seit 2008 verzeichneten Zinsrückgangs. Wie aus Abbildung B ersichtlich wird, könnte ein Vergleich der Ergebnisse mit dem vorangegangenen Konjunkturzyklus der Jahre 2002 bis 2008 sinnvoll sein. Abbildung D zeigt, dass die Umverteilung des Zinseinkommens im

¹¹ Siehe EZB, Nettozinseinkommen der privaten Haushalte im Niedrigzinsumfeld, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/16, Juni 2016.

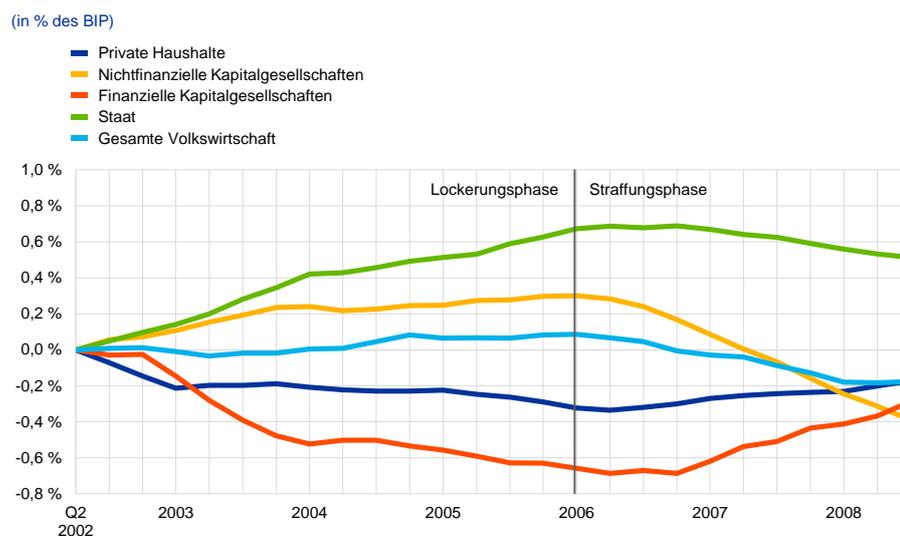
¹² Zwar enthalten die Sektorkonten nützliche Informationen zu den Umschichtungen zwischen den Sektoren, doch liefern sie keine Antwort auf die Frage, wie es infolge geringer Zinsen zu einer Neuverteilung des Zinseinkommens zwischen den einzelnen Haushalten kommt. Hierzu bedarf es mikroökonomischer Daten zur Größe und Zusammensetzung der Bilanzen der einzelnen Privat Haushalte (etwa aus der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum). Siehe EZB, The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave, Statistics Paper Series der EZB, Nr. 18, 2016.

¹³ Siehe EZB, The ECB's monetary policy and bank profitability, Kasten 4, Financial Stability Review, November 2016.

Zeitraum von 2002 bis 2008 über die verschiedenen Sektoren hinweg letztlich weitgehend neutral war.¹⁴ Ferner wird auch deutlich, dass die Richtung der Veränderung des Zinseinkommens über die einzelnen Sektoren hinweg in der seit 2008 beobachteten Phase weitgehend dem Verlauf der vorherigen Lockerungsphase (2002 bis 2005) entspricht. In den Jahren 2002 bis 2008 blieben das Nettozinseinkommen der privaten Haushalte sowie jenes der gesamten Volkswirtschaft im Großen und Ganzen unverändert. Während der Straffungsphase (2006 bis 2008) machten die finanziellen Kapitalgesellschaften den Großteil ihrer mit Blick auf das Nettozinsergebnis erlittenen Verluste wieder gut, wohingegen sich die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften mit einer Umkehr ihrer Gewinne konfrontiert sahen. Für den Staatssektor war die Entwicklung selbst über das Ende der Straffungsphase hinaus günstig. Dies lässt sich durch den langfristigen Abwärtstrend der Staatsanleiherenditen erklären (siehe Abbildung B), der Mitte der 1980er-Jahre einsetzte und mit den konjunkturell bedingten Zinsänderungen von 2002 bis 2008 nicht in Zusammenhang steht.

Abbildung D

Kumulierte Veränderung des Zinseinkommens im Verlauf des Konjunkturzyklus im Zeitraum von 2002 bis 2008



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die kumulierte Veränderung des Preiseffekts ist abgeleitet aus den niedrigeren Zinssätzen im Zeitraum vom zweiten Quartal 2002 bis zum dritten Quartal 2008 auf Basis gleitender Vierquartalsdurchschnitte. Gesamte Volkswirtschaft bezieht sich auf die Veränderungen des Nettozinseinkommens in Relation zur übrigen Welt. Die vertikale Linie markiert den Übergang der Lockerungs- zur Straffungsphase.

¹⁴ Der Zeitraum deckt sowohl die vorherige Lockerungsphase (2002 bis 2005) als auch die vorherige Straffungsphase (2006 bis 2008) ab.

Wie beurteilen professionelle Prognostiker die Inflationsrisiken?

Die Wahrnehmungen in Bezug auf Unsicherheit und Risiken sind für die Einschätzung der Konjunkturaussichten von großer Bedeutung und ergänzen die durch Punktprognosen gewonnenen Informationen. Durch ihre Auswirkungen auf Preissetzungsverhalten, Konsum und Investitionsentscheidungen etwa können die Erwartungen der Wirtschaftsakteure hinsichtlich der künftigen Inflation die weitere wirtschaftliche Entwicklung beeinflussen. Daher spielt die Analyse der Daten zu den Inflationserwartungen, wie sie beispielsweise im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB durchgeführt wird, im Rahmen der Gesamtbeurteilung der Inflationaussichten eine große Rolle. Eine solche Analyse hat zwei Dimensionen: die Punktprognosen und die Wahrnehmung der damit verbundenen Risiken. Die Punktprognosen für die kommenden drei Jahre geben Aufschluss darüber, wie professionelle Prognostiker die weitere wirtschaftliche Entwicklung vor dem Hintergrund der Schocks einschätzen, die bereits eingetreten sind oder die sie in ihren technischen Annahmen (z. B. zum Ölpreis) unterstellen. Anhand der Punktschätzungen für die längerfristigen Inflationserwartungen kann festgestellt werden, wie die Wirksamkeit der Geldpolitik eingestuft wird. Die Risikowahrnehmung wiederum bietet nützliche Informationen über die erwartete Verteilung wirtschaftlicher Schocks und stellt eine zusätzliche Dimension zur Einschätzung im Hinblick darauf dar, wie fest die längerfristigen Inflationserwartungen verankert sind. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie Risikomaße aus den SPF-Daten abgeleitet werden und was sie implizieren können.

Die im SPF dargestellten Wahrscheinlichkeitsverteilungen können zur Ableitung von Messgrößen für Risiko und Unsicherheit verwendet werden. Im SPF werden nicht nur Punkterwartungen erhoben, sondern auch die Wahrscheinlichkeiten erfragt, mit denen die Teilnehmer verschiedene Inflationsergebnisse erwarten. Während Erstere die zentralen, d. h. die wahrscheinlichsten, Schätzwerte der Umfrageteilnehmer zur künftigen Inflation abbilden, bringen die Wahrscheinlichkeiten, die sie den unterschiedlichen Inflationsergebnissen beimessen, ihre Einschätzungen hinsichtlich Unsicherheit und Risiken zum Ausdruck.

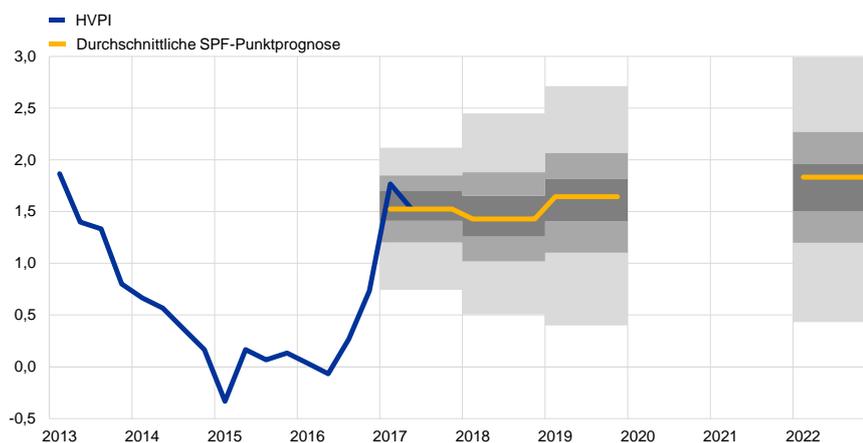
Die anhand der Breite der angegebenen Verteilung gemessene Unsicherheit nimmt mit wachsendem Prognosehorizont zu (siehe Abbildung A). Hierin spiegelt sich zum Teil die allgemeine Beobachtung wider, dass die fernere Zukunft in der Regel unsicherer ist als die nahe Zukunft. Dies kann grundsätzlich dadurch bedingt sein, dass die Anzahl der unterschiedlichen Faktoren, die die künftigen Ergebnisse beeinflussen können, mit zunehmendem Prognosehorizont steigt. Maßgeblich für die kurze Sicht ist die Ölpreisentwicklung, während auf mittlere Sicht die Inflationaussichten und die damit verbundenen Risiken enger an jene des realen Wirtschaftswachstums gekoppelt sind. Auf lange Sicht schließlich kommt der

wahrgenommenen Stärke des durch die Geldpolitik bereitgestellten nominalen Ankers die größte Bedeutung zu.¹⁵

Abbildung A

Sich aus dem SPF ergebende Erwartungen für die HVPI-Inflation in den Jahren 2017, 2018, 2019 und 2022

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von SPF-Ergebnissen.

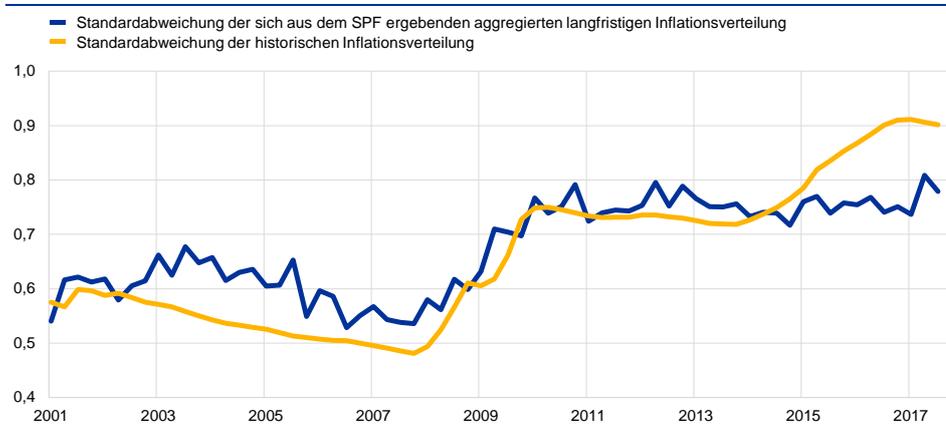
Anmerkung: Quartalswerte. Die schattierten Bänder stellen das 5., 20., 35., 65., 80. und 95. Perzentil der Wahrscheinlichkeitsverteilung für jeden Prognosehorizont dar.

Zwar ist die Inflationsunsicherheit insgesamt nach wie vor höher als vor dem Jahr 2008, doch ist die Volatilität der tatsächlich gemessenen Teuerung stärker gestiegen. Die Standardabweichung der aggregierten längerfristigen Wahrscheinlichkeitsverteilung, die deren Breite misst, erhöhte sich in den Jahren 2008 und 2009. Diese Veränderung der zukunftsgerichteten Unsicherheitsmessgröße zeichnete die Entwicklung der vergangenheitsorientierten realisierten Volatilität der Inflation nach, da die Preisbewegungen bei Öl und anderen globalen Rohstoffen die vierteljährliche am HVPI gemessene Teuerung im dritten Quartal 2008 von 2 % auf 3,8 % steigen und im dritten Jahresviertel 2009 auf -0,4 % absinken ließen. Die Unsicherheit bezüglich der künftigen Inflationsergebnisse ist seither weiterhin erhöht, wenngleich die in der jüngeren Zeit verzeichneten Inflationsschwankungen – mit Werten von 2,9 % im Schlussquartal 2011, -0,3 % im ersten Vierteljahr 2015 und schließlich 1,8 % im ersten Quartal 2017 – die realisierte Volatilität weiter in die Höhe getrieben haben (siehe Abbildung B). Dies könnte darauf schließen lassen, dass die SPF-Teilnehmer zwar anerkennen, dass extreme Rohstoffpreisschwankungen zu einer volatilen Inflationentwicklung führen können, aber nicht davon ausgehen, dass sich die Teuerung wieder so stark verändert wie im Jahresverlauf 2015 und 2016.

¹⁵ Siehe EZB, [Welche Faktoren sind für die Entwicklung der Inflationserwartungen professioneller Prognostiker maßgeblich?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017.

Abbildung B

Sich aus dem SPF ergebende Wahrnehmungen der Inflationsunsicherheit und Verteilung der tatsächlich gemessenen Teuerung



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von SPF-Ergebnissen.

Anmerkung: Die gelbe Linie zeigt die Standardabweichung der sich vergrößernden Stichprobe bestehend aus den vierteljährlichen Ergebnissen der HVPI-Inflation ab dem ersten Quartal 1995.

Die Asymmetrie der Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Befragten gibt an, wie diese die Risikobilanz wahrnehmen.

Einfach ausgedrückt wird mit der Risikobilanz gemessen, welche Abweichung – für den Fall, dass sich eine Prognose als falsch erweist – als wahrscheinlicher gilt. So zeigt eine positive Risikobilanz beispielsweise, dass die Prognostiker der Ansicht sind, dass im Falle einer von ihnen abgegebenen falschen Prognose die Wahrscheinlichkeit größer ist, dass das Ergebnis über und nicht unter jener Prognose liegt.¹⁶ Mit Blick auf die erwartete Wahrscheinlichkeitsverteilung bedeutet eine positive Risikobilanz, dass Ergebnissen, die über dem zentralen Schätzwert liegen, eine höhere Wahrscheinlichkeit beigemessen wird als darunter liegenden Ergebnissen.¹⁷

Die Risikobilanz lässt sich numerisch auf verschiedene Weise messen, aber alle Messgrößen weisen tendenziell einen starken Gleichlauf auf.

Alternative Messgrößen der Asymmetrie und alternative praktische Entscheidungen, die bei Berechnung dieser Messgrößen aus Umfragedaten getroffen werden müssen, führen zu einer Reihe kalkulierter Asymmetrien und nicht zu einem einheitlichen Wert.¹⁸ Die Punktprognosen werden im SPF zudem separat gemeldet und lassen sich mit der Wahrscheinlichkeitsverteilung vergleichen, sodass sie einen Hinweis auf

¹⁶ Als stilisiertes Beispiel soll eine Punktprognose für das einmalige Werfen eines Würfels dienen, der die folgenden sechs Zahlen trägt: 1, 2, 2, 2, 3, 3. Das wahrscheinlichste Ergebnis – und somit der zentrale Schätzwert – ist die Zahl 2, aber sollte eine andere Zahl als 2 gewürfelt werden, dann ist diese Zahl mit größerer Wahrscheinlichkeit höher und nicht niedriger als 2. Also ist die Risikobilanz in diesem Beispiel positiv, d. h. die Risiken sind aufwärtsgerichtet.

¹⁷ Statistisch gesehen bedeutet dies für eine positive (negative) Risikobilanz, dass der Mittelwert der Verteilung höher (niedriger) ist als der Modalwert der Verteilung, also das wahrscheinlichste Ergebnis. Im oben aufgeführten Beispiel lautet der Mittelwert der Verteilung: $(1+2+2+2+3+3)/6 = 13/6$ und ist damit größer als das wahrscheinlichste Ergebnis von 2.

¹⁸ Unterschiedliche theoretische statistische Maße der Asymmetrie umfassen: Schiefe, Quantil-Schiefe, Mittelwert minus Median. Die unterschiedlichen praktischen Entscheidungen, die für die Berechnung dieser Messgrößen unter Verwendung von SPF-Daten erforderlich sind, werden unter anderem anhand der folgenden Fragen getroffen: Wie lassen sich die unbegrenzten bzw. offenen Intervalle an jedem Ende des gesamten Wahrscheinlichkeitsspektrums in der Umfrage schließen, und wie lässt sich eine stetige Verteilung aus den gemeldeten diskreten Wahrscheinlichkeiten ableiten?

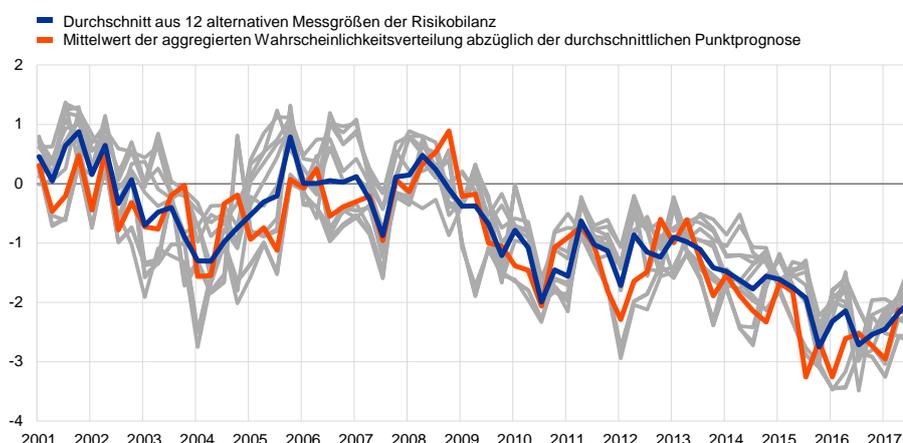
die Risikobilanz liefern. In den vierteljährlichen SPF-Berichten wird dies numerisch gemessen als Mittelwert der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung abzüglich der durchschnittlichen Punktprognose.¹⁹

Nach Ansicht der SPF-Teilnehmer sind die Risiken in Bezug auf ihre Inflationsprojektionen über kurze Zeithorizonte hinweg weitgehend ausgeglichen, bleiben auf längere Sicht jedoch abwärtsgerichtet. Die Punktprognose für die Inflation im Jahr 2017 liegt eng beim zentralen Wert der entsprechenden Wahrscheinlichkeitsverteilung (dunkelste Schattierung in Abbildung A), was darauf hindeutet, dass die mit dieser Erwartung verbundenen Risiken als weitgehend ausgeglichen angesehen werden. Im Gegensatz dazu wird für den längerfristigen Zeithorizont einem unterhalb der Punktschätzung liegenden Inflationsergebnis eine höhere Wahrscheinlichkeit beigemessen als einem oberhalb davon liegenden Ergebnis, was darauf hindeutet, dass die Risiken in Bezug auf die längerfristigen Inflationserwartungen hauptsächlich nach unten gerichtet sind. Allerdings hat sich die längerfristige Risikobilanz seit 2016 – wenngleich nur schrittweise – verbessert (siehe Abbildung C).

Abbildung C

Sich aus dem SPF ergebende Wahrnehmungen der Risikobilanz hinsichtlich längerfristiger Inflationsprojektionen

(Anzahl der Standardabweichungen von null)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis von SPF-Ergebnissen.

Anmerkung: Die einzelnen Zeitreihen wurden normalisiert, um einen Vergleich zu ermöglichen. Ein negatives (positives) Vorzeichen bedeutet, dass Abwärtsrisiken (Aufwärtsrisiken) wahrgenommen werden. Zu den in der Gruppe enthaltenen Messgrößen zählen Schiefe, Quantil-Schiefe, Mittelwert-Median und Mittelwert-Punktprognose stetiger Verteilungen abgeleitet anhand linearer Interpolation, kubischer Spline-Interpolation und Anpassung einer parametrischen (Beta-)Verteilung.

Insgesamt wird durch die im SPF enthaltenen Risikoinformationen die Einschätzung gestützt, dass die längerfristigen Erwartungen für die Teuerung nach dem HVPI nach wie vor verankert sind. In den vergangenen zwei Jahren lagen die längerfristigen Inflationserwartungen trotz einer starken Volatilität bei den tatsächlichen HVPI-Ergebnissen stabil bei 1,8 %. Außerdem blieb auch die zukunftsorientierte Messgröße der Unsicherheit ungeachtet der realisierten Volatilität stabil,

¹⁹ Siehe den jüngsten [SPF-Bericht für das dritte Quartal 2017](#) (in englischer Fassung).

und die negative Risikobilanz in Bezug auf die längerfristigen Inflationserwartungen hat sich in den letzten Umfragerunden geringfügig verbessert; dies könnte darauf hindeuten, dass sich die Gefahr einer Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen allmählich verringert.

Die Europäische Kommission spricht jährlich länderspezifische Empfehlungen für die einzelnen Mitgliedstaaten²⁰ der EU aus, die die politischen Prioritäten für das kommende Jahr beinhalten. Diese Empfehlungen werden nach Zustimmung der Staats- und Regierungschefs aller EU-Staaten vom EU-Rat gebilligt. Die länderspezifischen Empfehlungen bieten auf die einzelnen Mitgliedstaaten zugeschnittene Leitvorgaben für die Stärkung von Wachstum und Widerstandsfähigkeit unter Sicherstellung solider Staatsfinanzen.²¹ Die Empfehlungen werden im Einklang mit den mittelfristigen „integrierten Leitlinien“ für die Wirtschafts- und Beschäftigungspolitik der Mitgliedstaaten erstellt. Sie sind Kernbestandteil des Europäischen Semesters, da sie die Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten – wie in Artikel 121 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) niedergelegt – zu einer „Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ werden lassen. Eine zeitnahe Umsetzung dieser Empfehlungen trägt entscheidend dazu bei, Schwachstellen zu beseitigen und mittelfristig Wachstum, Beschäftigung und Produktivität in der Europäischen Union zu steigern. Ferner stehen die Empfehlungen im Hinblick auf die Euro-Länder mit dem Ziel im Einklang, ein reibungsloses Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu gewährleisten.

Die länderspezifischen Empfehlungen werden in einem umfangreichen Verfahren erstellt, das bereits im Herbst des Vorjahres beginnt. Im November eines jeden Jahres veröffentlicht zunächst die Europäische Kommission ihren Jahreswachstums- und den Warnmechanismus-Bericht. Während der Jahreswachstumsbericht die wichtigsten Reformprioritäten der Europäischen Union als Ganzes identifiziert, beurteilt der Warnmechanismus-Bericht die Entwicklung in den einzelnen Mitgliedstaaten mit Blick auf eventuell entstehende oder bereits vorhandene Ungleichgewichte, die einer Korrektur mittels gezielter Maßnahmen der Politik bedürfen. Im frühen Verlauf des Jahres verabschiedet der Rat auf der Grundlage dieser Dokumente dann die Empfehlungen für das Eurogebiet, die die zentralen Reformbereiche für die WWU als Ganzes erfassen. Die Europäische Kommission veröffentlichte am 22. Februar 2017 ihre Länderberichte für sämtliche EU-Mitgliedstaaten, worin die Fortschritte der einzelnen Länder bei der Reformumsetzung analysiert, Ungleichgewichte ermittelt und Rigiditäten identifiziert werden, die im Rahmen der „vertieften Analyse“ des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten weiterer Maßnahmen durch die Politik bedürfen. Am 22. Mai legte die Kommission den Mitgliedstaaten auf der Basis dieser Länderberichte einen Entwurf für die länderspezifischen Empfehlungen 2017 vor. Nach Erörterung in den

²⁰ Mitgliedstaaten, die ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchlaufen, erhalten keine länderspezifischen Empfehlungen, da ihre prioritären Politikschwerpunkte bereits in einem Memorandum of Understanding festgelegt wurden. Derzeit betrifft dies Griechenland.

²¹ Der vorliegende Kasten befasst sich mit allen an die Euro-Länder gerichteten Empfehlungen außer der ersten Empfehlung zur Finanzpolitik, welche sich auf die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) bezieht; zu diesen SWP-Empfehlungen siehe EZB, Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2017, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

zuständigen EU-Ausschüssen sind die Empfehlungen am 11. Juli vom Rat der EU in der endgültigen Fassung verabschiedet worden.

Die diesjährige Empfehlung für das Euro-Währungsgebiet befasst sich schwerpunktmäßig mit dem Abbau von Ungleichgewichten und der Erhöhung der Widerstandsfähigkeit sowie der Stärkung von Wachstum und Beschäftigung in den Euro-Ländern.

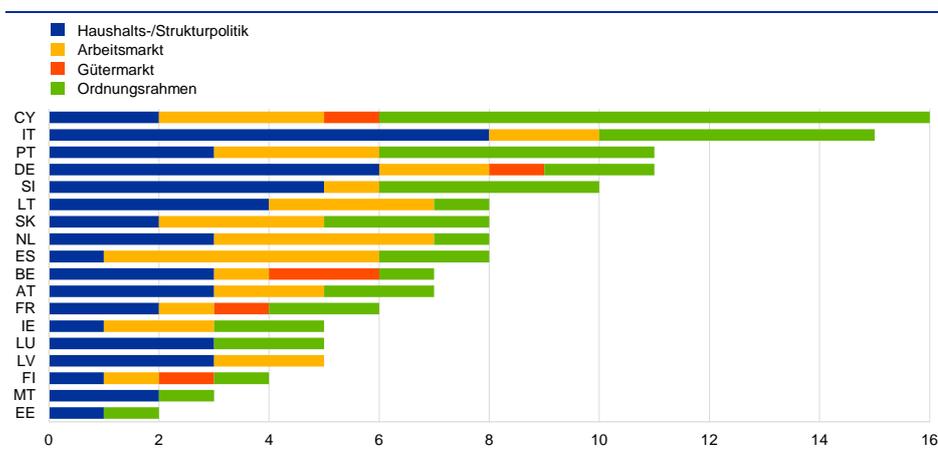
Die Empfehlung für den Euroraum, die am 10. März vom Rat der EU verabschiedet wurde, geht den länderspezifischen Empfehlungen voran und wird an alle Mitgliedsländer des Euro-Währungsgebiets gemeinsam abgegeben. Im Detail werden die Euro-Länder dazu aufgerufen, ihre Reformanstrengungen zur Produktivitätssteigerung und zur Verbesserung des institutionellen Umfelds und der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie zur Auflösung von Investitionsengpässen voranzutreiben. Ferner werden die Staaten in der Empfehlung für das Euro-Währungsgebiet zu mehr Flexibilität und Sicherheit an den Arbeitsmärkten, zur Gewährleistung tragfähiger öffentlicher Finanzen sowie zur Beschleunigung der Arbeiten an der Vollendung der WWU – insbesondere mit Blick auf die Bankenunion – angehalten.

Die länderspezifischen Empfehlungen 2017 spiegeln weitgehend die Schwerpunkte der Empfehlungen für das Euro-Währungsgebiet wider.

In Abbildung A werden die länderspezifischen Empfehlungen 2017 nach Reformbereichen aufgeschlüsselt. Unter anderem wird deutlich, dass sich die Empfehlungen vielfach auf Schwachstellen im Zusammenhang mit dem Ordnungsrahmen beziehen. Darunter fallen Maßnahmen in Bezug auf das regulatorische Umfeld, das Rechtssystem, die Insolvenzvorschriften, den Wohnimmobilienmarkt und die Regulierung des Finanzsektors. Mit der Auflösung solcher Engpässe dürften der Markteintritt erleichtert, die Investitionsanreize für Unternehmen gesteigert und die Ressourcenallokation verbessert werden. Ein Großteil der Empfehlungen betrifft strukturelle fiskalpolitische Aspekte, darunter die Verbesserung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, die Verringerung der Steuer- und Abgabenbelastung des Faktors Arbeit sowie die Steigerung der Effizienz der öffentlichen Verwaltung und staatseigener Unternehmen.

Abbildung A

Länderspezifische Empfehlungen 2017 nach Reformbereichen



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der in den Länderberichten der Europäischen Kommission verwendeten Aufschlüsselung.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine grobe Aufschlüsselung der Gesamtzahl der jeweiligen länderspezifischen Empfehlungen 2017 nach Reformbereichen. Der Bereich „Haushalts-/Strukturpolitik“ umfasst die öffentliche Verwaltung, alterungsbedingte Ausgaben und die Besteuerung. In den Bereich „Arbeitsmarkt“ fallen Lohnpolitik, Kündigungsschutz, Bildungs- und aktive Arbeitsmarktpolitik. Zum Bereich „Gütermarkt“ zählen sektorspezifische Vorschriften. Der Bereich „Ordnungsrahmen“ betrifft das regulatorische Umfeld, das öffentliche Beschaffungswesen, das Rechtssystem, Insolvenzvorschriften, den Wohnimmobilienmarkt und die Regulierung des Finanzsektors. Die länderspezifischen Empfehlungen, die den SWP betreffen, sind hierin nicht enthalten.

Die neuen Empfehlungen sind im Lichte der relativ schwachen Umsetzungsbilanz bei den länderspezifischen Empfehlungen der letzten Jahre zu sehen.²²

Gemäß Feststellung der Kommission im Februar dieses Jahres wurden bei der überwältigenden Mehrheit der Empfehlungen 2016 (bei mehr als 90 %) lediglich geringe („einige“ oder „begrenzte“) oder überhaupt keine („keine“) Fortschritte erzielt. Nur bei sehr wenigen Empfehlungen wurden „substanzielle“ Fortschritte oder eine „vollständige“ Umsetzung attestiert. Dabei fiel die Umsetzungsbilanz in den Ländern mit übermäßigen Ungleichgewichten trotz spezifischen Monitorings durch die Europäische Kommission nicht besser aus. Dies entspricht dem bereits in vergangenen Jahren zu beobachtenden Muster sehr geringer „substanzieller“ oder „vollständiger“ Reformimplementierungen. Die schleppende Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen ist angesichts der fortbestehenden Rigiditäten und Schwachstellen in den Ländern des Euroraums umso besorgniserregender. Dass weiterhin erhebliche Anfälligkeiten bestehen, zeigt sich auch im Urteil der Kommission, wonach die Anzahl der Länder mit übermäßigen Ungleichgewichten (Bulgarien, Frankreich, Kroatien, Italien, Zypern und Portugal) auf einem Allzeithoch verharrt.²³

Trotz des nach wie vor geringen Umsetzungsgrads der länderspezifischen Empfehlungen wurden diese 2017 weiter gestrafft. Zwar hatte die Kommission die länderspezifischen Empfehlungen bereits 2015 und 2016 gelockert, um den Mitgliedstaaten die Konzentration auf ihre makroökonomischen und sozialen Kernprioritäten zu ermöglichen, doch Verbesserungen bei der Umsetzung haben sich indes nicht eingestellt. Verschiedentlich sind Empfehlungen sogar ganz

²² Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2017 und die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2016, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

²³ Ebd.

gestrichen worden, auch wenn die hiervon betroffenen Länder im vergangenen Jahr keine oder lediglich begrenzte Umsetzungsfortschritte vorwiesen.

Auch bei den Ländern mit übermäßigem Ungleichgewichten wurden die länderspezifischen Empfehlungen gestrafft. So wurde die Anzahl der Empfehlungen für diese Länder reduziert und in mehreren Fällen auch die Dringlichkeit zurückgestuft: Die diesjährigen Empfehlungen enthalten deutlich weniger Fristen als die letztjährigen – und dies trotz der durchwachsenen Umsetzungsbilanz in Staaten mit übermäßigem Ungleichgewicht.

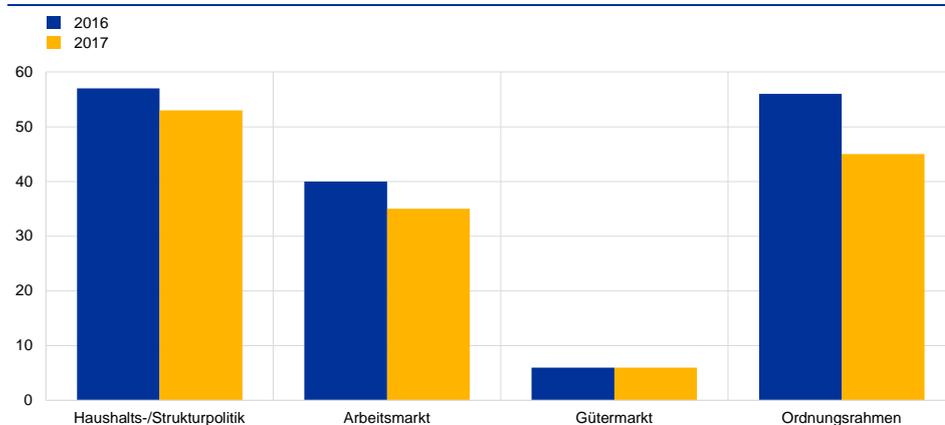
In Anbetracht der Schwierigkeiten, die mit Blick auf eine verbesserte Reformumsetzung im Zusammenhang mit der präventiven Komponente des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht bestehen, scheint vieles dafür zu sprechen, den korrektiven Teil des Verfahrens auf alle Länder mit einem übermäßigem Ungleichgewicht anzuwenden. Dieses Instrument, welches bislang nicht zum Einsatz kam, bietet ein klar definiertes Verfahren, das eine höhere Umsetzungsdisziplin im Reformprozess der anfälligsten Staaten sicherstellt.

Mit der Straffung der länderspezifischen Empfehlungen sind weniger Empfehlungen als im Vorjahr ausgesprochen worden. Vor allem beim Ordnungsrahmen hat sich die Anzahl der abgegebenen Empfehlungen verringert, und mit Blick auf die Gütermärkte ist sie weiterhin nur begrenzt (siehe Abbildung B). Dies erstaunt, da mangelnder Wettbewerb an den Gütermärkten und suboptimale wirtschaftliche Rahmenbedingungen länderspezifisch in vielen Sektoren auch weiter ein Thema bleiben.²⁴ Vor dem Hintergrund der fortdauernden Schwerpunktsetzung auf eine regere private Investitionstätigkeit und höhere Produktivität sollten die länderspezifischen Empfehlungen für die Mitgliedstaaten dringend wieder stärker auf Gütermarktreformen abzielen.

²⁴ Siehe EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Abbildung 6, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

Abbildung B

Länderspezifische Empfehlungen 2016 und 2017 nach Reformbereichen



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der in den Länderberichten der Europäischen Kommission verwendeten Aufschlüsselung. Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine grobe Aufschlüsselung der Gesamtzahl der jeweiligen länderspezifischen Empfehlungen 2016 und 2017 nach Reformbereichen. Der Bereich „Haushalts-/Strukturpolitik“ umfasst die öffentliche Verwaltung, alterungsbedingte Ausgaben und die Besteuerung. In den Bereich „Arbeitsmarkt“ fallen Lohnpolitik, Kündigungsschutz, Bildungs- und aktive Arbeitsmarktpolitik. Zum Bereich „Gütermarkt“ zählen sektorspezifische Vorschriften. Der Bereich „Ordnungsrahmen“ betrifft das regulatorische Umfeld, das öffentliche Beschaffungswesen, das Rechtssystem, Insolvenzvorschriften, den Wohnimmobilienmarkt sowie die Regulierung des Finanzsektors. Die länderspezifischen Empfehlungen, die den SWP betreffen, sind hierin nicht enthalten.

Dabei bleibt es von grundlegender Bedeutung, auch jene Reformbereiche weiter zu beobachten, die zwar nicht mehr durch die länderspezifischen Empfehlungen abgedeckt werden, doch für die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedstaaten eine zentrale Rolle spielen. In den letzten drei Jahren hat die Kommission bestimmte Politikbereiche, die durch andere Überwachungskanäle abgedeckt werden, aus den länderspezifischen Empfehlungen herausgenommen.²⁵ Hierzu zählen der Energiesektor (Überwachung im Rahmen der Energieunion) sowie die Überwachungs- und Durchsetzungsmechanismen für den Binnenmarkt. Allerdings ist es nach wie vor dringend geboten, die Entwicklungen und den eingeschlagenen Kurs in diesen Bereichen im Rahmen des Europäischen Semesters genau zu beobachten, um zu gewährleisten, dass sämtliche der von den Mitgliedstaaten umgesetzten wichtigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen nach einem ganzheitlichen Ansatz bewertet werden.

²⁵ Siehe Europäische Kommission, 2016 European Semester: country-specific recommendations, Mitteilung vom 13. Mai 2015.

Aufsatz

1 Die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

In Zeiten angespannter öffentlicher Haushalte und niedrigen strukturellen Wirtschaftswachstums – Altlasten der letzten Krise – kommt es darauf an, die Finanzpolitik so wachstumsfreundlich wie möglich zu gestalten. Ein Kernelement des heutigen Politikdiskurses ist die Frage nach der Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen, d. h. nach der Auswahl der fiskalischen Instrumente auf der Einnahmen- und der Ausgabenseite des Staatshaushalts. Der vorliegende Aufsatz gibt Aufschluss darüber, wie sich die Staatsfinanzen seit den Vorkrisenjahren in ihrer Struktur verändert haben, und beurteilt ihre Wachstumsfreundlichkeit. Er macht deutlich, wie eine angespannte öffentliche Finanzlage Regierungen dazu gebracht hat, Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen, die das langfristige Wachstum negativ beeinflussen. Es wird unter anderem der Vorschlag unterbreitet, öffentliche Mittel von weniger produktiven Ausgabenposten umzulenken in Bildung und Infrastruktur und die Abgabenlast weg von verzerrenden Steuern, darunter insbesondere die Belastung des Faktors Arbeit, hin zu Verbrauch- und Vermögensteuern zu verlagern, die weniger Verzerrungseffekte aufweisen.

1 Einleitung

Angesichts des aktuell niedrigen strukturellen Wachstums und der hohen Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung ist die Zusammensetzung der Einnahmen und Ausgaben der Staaten in den Fokus geraten. Das Euro-Währungsgebiet blickt auf einen langen Zeitraum relativ verhaltenen Wachstums mit hoher Arbeitslosigkeit, einer Altlast der jüngeren Wirtschafts- und Finanzkrise, zurück. Dabei unterliegen die öffentlichen Haushalte in ihrer Ausgestaltung den Zwängen hoher Schuldenstände. Die Staatsverschuldung im Euroraum beläuft sich, obgleich im Rückgang begriffen, mit 90 % des BIP auf ein Niveau, das dem finanzpolitischen Expansionsspielraum Grenzen auferlegt. Mithin kommt es nun darauf an, das Potenzialwachstum zu stimulieren, ohne die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu gefährden. Der Evidenz, dass die Struktur der Staatshaushalte für das langfristige Wirtschaftswachstum eine Rolle spielt, kommt in diesen von der Notwendigkeit fiskalischer Einschränkungen geprägten Zeiten mithin eine besondere Bedeutung zu. Umschichtungen in die wachstumsfreundlichsten Ausgabenbereiche und die Verlagerung der Abgabenlast auf weniger verzerrende Steuerarten können positive Impulse für das Produktionswachstum generieren, ohne die staatlichen Haushalte zu belasten.

Dieser Aufsatz beurteilt die Zusammensetzung der Staatshaushalte im Euro-Währungsgebiet seit den Vorkrisenjahren mit Blick auf ihre Wachstumsfreundlichkeit. Das Eurogebiet weist einen nach internationalen Maßstäben großen Staatssektor auf, der sich während der Finanzkrise und der anschließenden Konsolidierungsphase weiter ausgedehnt hat. Die Ausgaben der Staaten des Euroraums belaufen sich durchschnittlich auf nahezu 48 % des BIP. Der Aufsatz konzentriert seine Analyse auf die Entwicklung der Haushaltszusammensetzung während der Boomphase im Vorfeld der Finanzkrise und auf die hieran anschließende Konsolidierung der Staatshaushalte. Eine Rückschau ist perspektivisch zweckmäßig zur Beantwortung der Frage, inwieweit sich die Staatsfinanzen in ihrer Wachstumsfreundlichkeit verändert haben. Insbesondere hilft der Rückblick bei der Einschätzung, ob die jüngeren Konsolidierungsmaßnahmen die Wachstumsaussichten gedämpft haben, indem sie etwa zu sehr auf Kürzungen von wachstumsförderlichen Ausgaben oder die Anhebung besonders verzerrender Steuern ausgerichtet waren.

Die Analyse legt den Schluss nahe, dass der Reformspielraum für eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der Staatsfinanzen noch nicht ausgeschöpft ist. Derartige Reformen beinhalten Anpassungen der Haushaltszusammensetzung, die langfristig das nationale Pro-Kopf-BIP steigern und in der kurzen Frist haushaltsneutral sind. Darunter fallen unter anderem Umschichtungen von weniger wachstumsförderlichen in wachstumsfreundlichere Ausgabenkategorien, Verlagerungen bei der Abgabenlast weg von verzerrenden hin zu weniger verzerrenden Steuern oder gleichzeitig vollzogene Veränderungen der Einnahmen- und Ausgabenanteile. So haben Europäische Kommission, Euro-Gruppe, EZB¹, IWF und OECD wiederholt appelliert, die Finanzpolitik wachstumsfreundlicher zu gestalten.

Die Zusammensetzung der öffentlichen Haushalte ist auch ein wichtiger Gegenstand des breiter geführten Diskurses zur Qualität der Staatsfinanzen.² Diese Debatte erstreckt sich auf verschiedene Dimensionen wie die Größe des Staatssektors, Umfang und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, Zusammensetzung und Effizienz der Ausgaben, Struktur und Effizienz der Steuer- und Abgabensysteme oder die finanzpolitische Steuerung.

Der vorliegende Aufsatz ist wie folgt gegliedert. Abschnitt 2 erörtert auf Grundlage eines Literaturüberblicks die relative Wachstumsfreundlichkeit verschiedener Ausgaben- und Einnahmenkategorien. Abschnitt 3 untersucht die Zusammensetzung der Ausgaben nach Verwendungszweck und die Entwicklung der

¹ Siehe beispielsweise die [Einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB im Anschluss an die Ratssitzung vom März 2017](#) mit der Botschaft: „Was die Finanzpolitik betrifft, so sollten alle Länder ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen verstärken.“

² Die Europäische Kommission definiert die Qualität der öffentlichen Finanzen als breit gefasstes Konzept mit vielen Facetten in Bezug auf die Höhe und die Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben und deren Finanzierung über Einnahmen und Haushaltsdefizite (siehe Europäische Kommission, *The Quality of Public Finances – Findings of the Economic Policy Committee Working Group*, März 2008).

Steuerstrukturen anhand der jeweiligen Bemessungsgrundlagen seit den Vorkrisenjahren. In Abschnitt 4 wird ein Fazit gezogen.

2 Wie wachstumsfreundlich ist die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen? Erkenntnisse aus der Literatur

Die Belege aus der empirischen Literatur untermauern den Befund, dass bestimmte Ausgaben- und Einnahmenkategorien eine größere Bedeutung für das langfristige Wachstum haben als andere. Ein Literaturüberblick ermöglicht die Identifizierung einiger Grundmuster, die über die Zweckmäßigkeit verschiedener Fiskalinstrumente vor dem Hintergrund ihrer langfristigen Folgen für das Wirtschaftswachstum Aufschluss geben.³

Ausgaben im Bildungs- und Gesundheitswesen sind für die langfristigen Wachstumsaussichten von Bedeutung, weil sie eine Steigerung des Humankapitals bewirken, während Infrastrukturausgaben den Bestand an physischem Kapital erhöhen. Gemäß einem Überblicksaufsatz⁴ fördert die jüngere Literatur im Allgemeinen empirisch robuste Beziehungen zwischen bestimmten Ausgabenkategorien und dem Wirtschaftswachstum zutage. Festgestellt werden insbesondere stabile positive Langzeiteffekte bei produktiven Ausgabenkategorien wie etwa im Bildungsbereich und bei verschiedenen Arten von Investitionen. So ergründet eine dieser empirischen Studien⁵ den Langzeiteffekt von Anteilsverschiebungen zwischen verschiedenen Ausgabenkategorien auf das Wachstum des Pro-Kopf-BIP in einer ausgewählten Gruppe von OECD-Ländern. Demnach besteht ein signifikant positiver Effekt bei Bildungsausgaben sowie bei Ausgaben für Verkehr und Kommunikation. Ferner spürt die Studie einige Belege für positive Wachstumseffekte von Ausgaben in den Bereichen Wohnraum und Gesundheitswesen sowie Anhaltspunkte für negative Effekte bei Sozialausgaben auf. Die wesentlichsten Erkenntnisse stehen im Einklang mit früheren Befunden⁶, wonach Ausgabenverlagerungen in den Bildungsbereich stabile Wachstumsimpulse liefern.

Die empirische Evidenz in Bezug auf den Einfluss physischer Staatsinvestitionen auf das strukturelle Wachstum zeichnet ein gemischtes Bild. Die empirischen Analysen deuten tendenziell auf eine positive Beziehung zwischen öffentlichen Investitionen und Wachstum hin, doch sind die Ergebnisse nicht einheitlich. Eine Metaanalyse⁷ zeigt, dass die meisten empirischen Studien eine

³ Siehe beispielsweise J.-M. Fournier und A. Johansson, The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1344, OECD Publishing, 2016.

⁴ Siehe A. Johansson, Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1346, 2016.

⁵ Siehe N. Gemmill, R. Kneller und I. Sanz, Does the Composition of Government Expenditure Matter for Long-Run GDP Levels?, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 78, Nr. 4, 2016, S. 522-547.

⁶ Siehe beispielsweise S. Acosta-Ormaechea und J. Morozumi, Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure?, Working Papers des IWF, Nr. 13/162, 2013.

⁷ Siehe P. R. D. Bom und J. E. Ligthart, What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?, in: Journal of Economic Surveys, Bd. 28, Nr. 5, 2014, S. 889-916.

positive Beziehung zwischen dem Anteil der produktiven Staatsinvestitionen und dem Wirtschaftswachstum feststellen. Allerdings weisen die Schätzergebnisse deutliche Unterschiede auf, wobei einige Studien sogar eine negative Beziehung zwischen staatlichen Investitionen und Wachstum aufdecken. Die widersprüchlichen Resultate werden jedoch stimmig, wenn zwischen produktiven und unproduktiven Staatsinvestitionen differenziert wird. Öffentliche Investitionen können das Wirtschaftswachstum vor allem dann anregen, wenn sie privates Kapital ergänzen oder eine Kapitalstocklücke verhindern. Der Effekt fällt allerdings negativ aus, wenn private durch öffentliche Investitionen verdrängt werden. Besonders ausgeprägt zeigt sich der positive Effekt bei Infrastrukturinvestitionen wie etwa in den Bereichen Verkehr, Kommunikation und Bildung.

Einige Studien stellen eine negative Beziehung zwischen Sozialausgaben und dem Wirtschaftswachstum fest,⁸ doch sind die Ergebnisse insgesamt nicht sehr belastbar. Eine Erklärung hierfür könnten die Verzerrungseffekte von Sozialausgaben auf die Aktivität am Arbeitsmarkt sein. Die Effekte hängen in ihrer Tragweite nicht allein vom Umfang der Ausgaben ab, sondern größtenteils auch von der Ausgestaltung der Sozialprogramme.⁹ So lassen sich durch eine Konzentration der Leistungen auf Bedürftige und die Vermeidung negativer Arbeitsanreize die fiskalischen Kosten und zugleich auch mögliche wachstumsdämpfende Effekte mindern.

Was die Einnahmenseite betrifft, so haben Einkommensteuern einen wachstumsschädlicheren Effekt als die Besteuerung von Verbrauch und Vermögen. Gemäß dem Literaturüberblick beeinträchtigt die Steuer- und Abgabenbelastung des Faktors Arbeit das Wachstum in besonderem Maß, da sie individuelle Arbeitsangebotsentscheidungen ebenso verzerrt wie Einstellungsentscheidungen von Unternehmen. Unternehmenssteuern vermindern tendenziell den Anreiz, Investitionen zu tätigen, und können zu Kapitalabflüssen führen. Steuern auf den Verbrauch hingegen gelten im Vergleich hierzu als weniger verzerrend, da sie intertemporale Konsumententscheidungen unbeeinflusst lassen (der Gegenwartsverbrauch wird ebenso hoch besteuert wie der zukünftige). Schließlich wird unterstellt, dass es durch die vermögenswirksame Besteuerung von unbeweglichem Kapital (wie etwa Vermögensteuern) nur zu geringen Verzerrungen kommt.¹⁰ Neuere empirische Analysen¹¹ kommen zu dem Ergebnis, dass Anhebungen der

⁸ Siehe beispielsweise A. Afonso und J. Alegre, Economic growth and budgetary components: A panel assessment for the European Union, *Empirical Economics*, Bd. 41, Nr. 3, 2011, S. 703-723.

⁹ Gleichwohl spielen Aufwendungen für die soziale Sicherung die bedeutendste Rolle für die Einkommensverteilung und den Schutz des Lebensstandards der am meisten gefährdeten Mitglieder der Gesellschaft.

¹⁰ Vermögensteuern gelten als die wachstumsfreundlichste Steuerart – siehe den Beitrag von W. Roeger und J. in't Veld, Fiscal stimulus and exit strategies in the EU: A model-based analysis, *European Economy – Economic Papers*, Nr. 426, 2010. Die Autoren haben die Steuer auf Wohneigentum so modelliert, dass es bei einer Steueranhebung zur negativen Beeinflussung der Investitionen im Wohnungswesen kommt. Dies führt jedoch zu keiner direkten Verzerrung der Vorleistungen für die Produktion oder der Konsumententscheidungen der privaten Haushalte. Erhöht man darüber hinaus die Attraktivität von Investitionen in Produktivkapital in Relation zu Investitionen im Wohnungswesen, resultiert daraus ein produktiverer Kapitalstock und eine höhere Produktion.

¹¹ Siehe N. Gemmill, R. Kneller und I. Sanz, The Timing and Persistence of Fiscal Policy Impacts on Growth: Evidence from OECD Countries, in: *Economic Journal*, Bd. 121 Nr. 550, 2011, S. 33-58; J. Arnold, B. Brys, C. Heady, A. Johansson, C. Schweltnuss und L. Vartia, Tax policy for economic recovery and growth, ebd., S. 59-80.

Einkommensteuer und eine höhere Besteuerung von Unternehmensgewinnen eine negative Wirkung auf das langfristige Wachstum haben, wohingegen höhere Steuern auf den Verbrauch die Wachstumsrate nicht wesentlich beeinträchtigen.

Die progressive Besteuerung von Erwerbseinkommen dürfte einen ambivalenten Einfluss auf das langfristige Wachstum haben. Am oberen Ende der Einkommensverteilung schmälern hohe Spitzensteuersätze den Anreiz, einer produktiveren (und somit höher vergüteten) Tätigkeit nachzugehen. Und am unteren Ende der Einkommensverteilung können gering qualifizierte Arbeitnehmer und Zweitverdiener durch hohe Steuersätze von einer Partizipation am Arbeitsmarkt abgehalten werden. Es ist anzunehmen, dass diese Gruppen besonders deutlich auf eine geringere Belastung der Arbeitseinkommen reagieren. Eine Reihe neuerer empirischer Forschungen bestätigt diesen Eindruck und weist nach, dass Steuerreformen, die die Bezieher niedriger Erwerbseinkommen entlasten, einen besonders positiven Effekt auf die Beschäftigung und schlussendlich auf das Wirtschaftswachstum haben.¹²

3 Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet im Wandel der Zeit

Der vorliegende Abschnitt ist wie folgt gegliedert. In Unterabschnitt 3.1 wird der Gesamtrahmen durch einen Überblick über die Entwicklung des konjunkturbereinigten Primärsaldos sowie der Einnahmen und Ausgaben im beobachteten Referenzzeitraum abgesteckt. Die aufgeschlüsselte Zusammensetzung der einzelnen Ausgaben- und Einnahmensegmente, die den insgesamt feststellbaren Veränderungen zugrunde liegen, ist besonders relevant, wenn die Veränderungen auf ihre Wachstumsfreundlichkeit hin beurteilt werden. Im Anschluss gewähren die Unterabschnitte 3.2 und 3.3 einen Einblick in die Entwicklung der verschiedenen Ausgaben- bzw. Einnahmensegmente.¹³

3.1 Allgemeine Trends

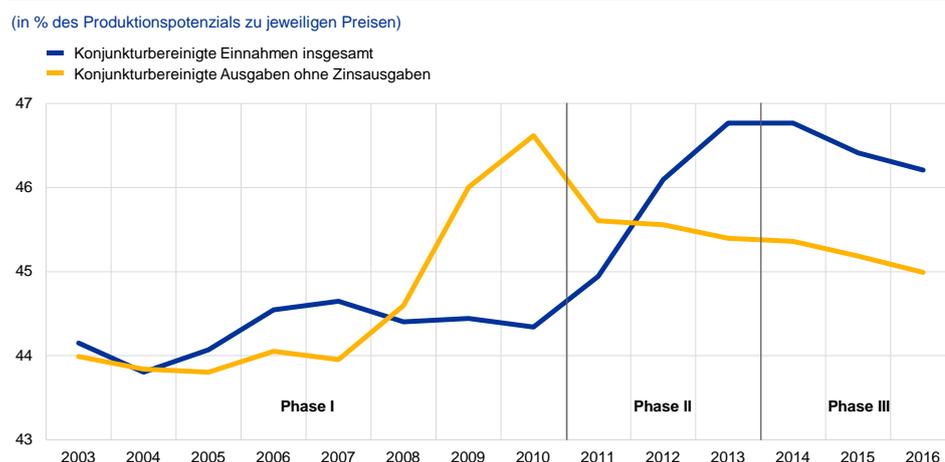
Die Relation der Ausgaben und Einnahmen zum BIP ist seit den Jahren im Vorfeld der Krise bei einer gewissen Volatilität insgesamt gestiegen. In Abbildung 1 sind die Trends der konjunkturbereinigten Primärausgaben- und Einnahmenquoten für den Euroraum insgesamt über den Zeitraum von 2003 bis 2016 dargestellt. Die Ausgabenquote verzeichnete mit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008, als viele Länder mit einer expansiven Finanzpolitik reagierten, einen sprunghaften Zuwachs. Nach dem Höhepunkt der bildete sich der Anteil der Ausgaben zurück, blieb aber über dem Vorkrisenniveau. Die Einnahmenquote

¹² Siehe beispielsweise O. M. Zidar, Tax Cuts For Whom? Heterogeneous Effects of Income Tax Changes on Growth and Employment, Working Papers des NBER, Nr. 21035, 2015, und E. Lehmann, C. Lucifora, S. Moriconi und B. Van der Linden, Beyond the labour income tax wedge: the unemployment-reducing effect of tax progressivity, in: International Tax and Public Finance, Bd. 23, Nr. 3, 2016, S. 454-489.

¹³ Daten sind lediglich bis 2015 verfügbar.

wiederum war bis 2010 relativ konstant, stieg in den Folgejahren aber deutlich an, worin sich der von den Euro-Ländern eingeschlagene Kurs widerspiegelt, ihre Staatsfinanzen angesichts wachsender Defizite und Schuldenstände über die Einnahmenseite zu konsolidieren.

Abbildung 1
Konjunkturbereinigte Primärausgaben- und Einnahmenquoten im Euroraum



Quellen: Frühjahrsprognose 2017 der Europäischen Kommission (AMECO-Datenbank) und Eurostat-Datenbank.

Detaillierter aufgeschlüsselt lässt sich die Entwicklung der Staatsfinanzen von 2003 bis 2016 mit Blick auf ihre Zusammensetzung in drei unterschiedliche Phasen unterteilen. Dies kann gemäß Abbildung 2 wie folgt zusammengefasst werden.

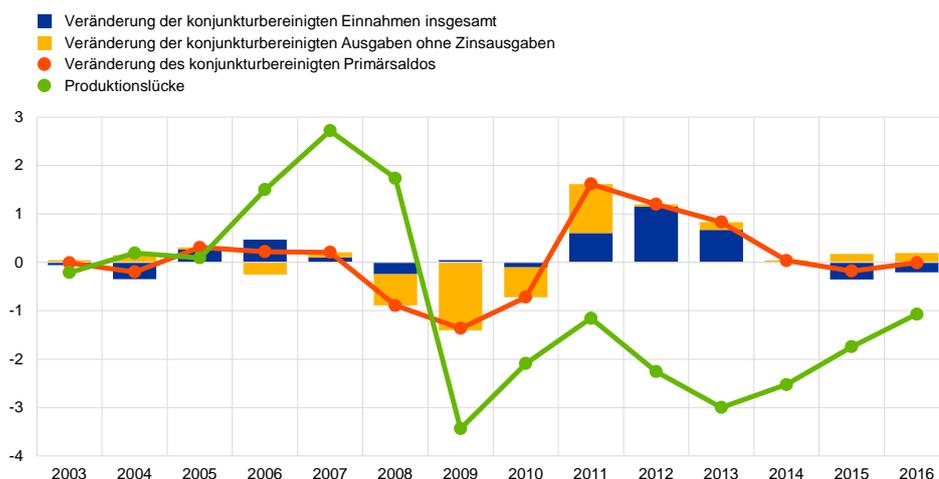
- *Die erste Phase umfasst die Jahre bis zur Finanzkrise sowie deren Beginn (2003-2010).* Im Anschluss an den Zeitraum 2003-2005, der angesichts im Durchschnitt nahezu geschlossener Produktionslücken auf Euroraumebene als „Normalfall“ beschrieben werden kann, wiesen die Jahre 2006-2008 deutlich positive Produktionslücken auf, denen schließlich die Finanzkrise folgte. Die konjunkturbereinigte Einnahmenquote des Euroraums blieb von 2003 bis 2010 stabil, was darauf hindeutet, dass diskretionäre Veränderungsmaßnahmen in den Staaten insgesamt nicht mit Nachdruck ergriffen wurden. Die deutliche Schrumpfung des BIP im Zeitraum 2008-2009 ging mit einem temporären Fiskalimpuls einher, der sich in einer Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos widerspiegelte. Die Reaktion der Regierungen bestand vor allem in einer akuten Ausgabenausweitung. 2010 schließlich fiel der konjunkturbereinigte Primärsaldo im Eurogebiet insgesamt auf den niedrigsten negativen Stand des Zeitraums 2003-2016.

- Die zweite Phase (2011-2013) wurde durch starke Konsolidierungsanstrengungen in den meisten Euro-Ländern bestimmt, mit denen eine Umkehr der drastischen Verschlechterung der Haushaltssalden erreicht werden sollte.¹⁴ Somit war 2013 das letzte Jahr, in dem der Euroraum als Ganzes eine signifikante Verbesserung des konjunkturbereinigten Primärsaldos verzeichnete.
- Wenngleich sich der Konsolidierungsprozess in einigen wenigen Ländern – vor allem jenen mit dem höchsten Anpassungsbedarf – über das Jahr 2013 hinaus fortsetzte, kann der Anschlusszeitraum (2014-2016) als Phase der Konvergenz zu einem neuen Normalzustand gelten. Die Produktionslücken waren zwar noch negativ, schlossen sich gemäß Schätzungen der Europäischen Kommission jedoch nach und nach.¹⁵ Auf der Ebene des Euroraums als Ganzes betrachtet kamen die Konsolidierungsanstrengungen in dieser Phase zum Erliegen.

Abbildung 2

Produktionslücke und Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos im Euroraum

(in % des Produktionspotenzials)



Quellen: Frühjahrsprognose 2017 der Europäischen Kommission (AMECO-Datenbank) und Eurostat-Datenbank.

Anmerkung: Bei der Produktionslücke handelt es sich um die Differenz zwischen dem tatsächlichen BIP und dem Produktionspotenzial (in % des Produktionspotenzials zu konstanten Preisen des Jahres 2010).

Eine negative (positive) Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos zeigt eine Vergrößerung (Verringerung) der Haushaltsungleichgewichte an. Das Vorzeichen bei den Staatsausgaben wurde invertiert, sodass eine negative (positive) Veränderung der konjunkturbereinigten Primärausgabenquote einen Anstieg (Rückgang) darstellt.

¹⁴ In den Abbildungen, in denen das Euro-Währungsgebiet als Ganzes betrachtet wird, gilt der Zeitraum von Ende 2010 (als das größte konjunkturbereinigte Primärdefizit registriert wurde) bis Ende 2013 als Konsolidierungsphase. In den Abbildungen mit den einzelnen Euro-Ländern fällt der Anfang der Konsolidierungsphase auf jeweils unterschiedliche Jahre, um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Länder zu verschiedenen Zeitpunkten mit der Konsolidierung begannen (die baltischen Staaten beispielsweise bereits 2009).

¹⁵ Europäische Kommission, Frühjahrsprognose 2017.

Im Vorfeld der Krise versäumten es die meisten Euro-Länder, die günstige Wirtschaftslage zum Aufbau ausreichender Finanzpolster zu nutzen. Ende 2007 war der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo im Euro-Währungsgebiet mit -2,2 % des BIP deutlich negativ, obschon das Produktionsniveau im Euroraum erheblich oberhalb seiner Potenzialrate lag.

Die Finanzkrise und die im Zeitraum 2008-2009 vor allem ausgabenseitig expansiv wirkende Finanzpolitik schlugen sich in den meisten Euro-Staaten in einer drastischen Verschlechterung der Haushaltspositionen nieder, was in den Folgejahren umfassende Konsolidierungsanstrengungen erforderlich machte. Der konjunkturbereinigte Primärsaldo, ein Maß für die fiskalische Ausrichtung, verringerte sich 2008-2010 auf Euroraumebene um 3 Prozentpunkte in Relation zum Produktionspotenzial. Der überwiegende Anteil dieser Verschlechterung lässt sich einem Anstieg der konjunkturbereinigten Primärausgaben um rund 2,7 Prozentpunkte (gemessen am Produktionspotenzial) zuschreiben (siehe Abbildung 1 und 2).

In den meisten Ländern setzte 2011 ein größtenteils einnahmenseitiger Konsolidierungsprozess ein, der bis 2013 anhielt. Trotz des in vielen Euro-Ländern bereits großen Umfangs des Staatssektors und der Tatsache, dass die Entwicklung in den Jahren 2008-2010 eine verstärkt ausgabenseitige Konsolidierung angezeigt erscheinen ließ, übertrafen die Einnahmensteigerungen die Ausgabenkürzungen deutlich. Konkret wurde die im Zeitraum 2011-2013 erzielte Haushaltskonsolidierung von 3,6 Prozentpunkten des Produktionspotenzials zu rund zwei Dritteln auf der Einnahmenseite vorgenommen.

Der Fiskalkurs ist seit 2014 insgesamt neutral, da die meisten Staaten von einer weiteren Haushaltskonsolidierung abgesehen haben. Dementsprechend verharren die Ausgaben- und mehr noch die Einnahmenquote auf einem höheren Niveau als vor Beginn des Boom-Bust-Zyklus (siehe Abbildung 1). In bestimmten Ländern, vor allem jenen, die einem wirtschaftlichen Anpassungsprogramm unterliegen, wurde die Haushaltskonsolidierung auch nach 2013 noch fortgeführt.

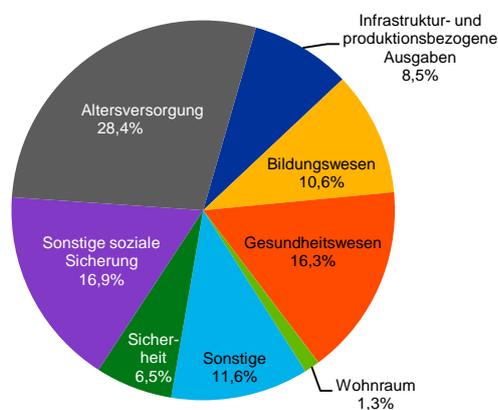
3.2 Staatsausgaben

Die gewöhnlich als besonders wachstumsfreundlich geltenden Ausgaben im Bildungswesen und für die Verkehrsinfrastruktur machten im Jahr 2015 rund ein Fünftel der gesamten staatlichen Primärausgaben im Euroraum aus. Ein knappes Fünftel entfiel darüber hinaus auf die Ausgaben im Gesundheitswesen, die sich ebenfalls günstig auf das Wirtschaftswachstum auswirken können. Mehr als zwei Fünftel hingegen wurden für die soziale Sicherung aufgewendet, die damit den mit Abstand größten Haushaltsposten darstellt; davon entfielen rund 60 % auf die Ausgaben für die Altersversorgung.

Abbildung 3

Staatliche Primärausgaben im Euroraum 2015 nach Aufgabenbereichen (ohne Beiträge an den EU-Haushalt)

(in % der gesamten staatlichen Primärausgaben)



Quelle: Eurostat-Datenbank.

Anmerkung: „Infrastruktur- und produktionsbezogene Ausgaben“ ohne Vermögenstransfers im Zusammenhang mit der Rekapitalisierung des Finanzsystems.

Kasten

Kategorisierung der Staatsausgaben und Staatseinnahmen

Im Folgenden wird das Kategorisierungssystem für die Ausgaben- und Einnahmenpositionen erläutert, die Gegenstand dieser Analyse sind. Die Festlegung derartiger Kategorien folgt im Allgemeinen eher ökonomischen statt rein statistischen Gesichtspunkten.

Auf der Seite der **Ausgaben** unterscheidet die Analyse acht Kategorien: 1) Infrastruktur- und produktionsbezogene Ausgaben, 2) Bildungswesen, 3) Gesundheitswesen, 4) Wohnraum, 5) Sicherheit, 6) Altersversorgung, 7) sonstige soziale Sicherung und 8) Sonstige. Diese Kategorien orientieren sich eng an der „Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates (COFOG)“¹⁶, wurden jedoch für die Zwecke der Analyse angepasst und umgestellt. Die wichtigsten Anpassungen werden nachfolgend aufgeführt:

- Die Kategorie **Infrastruktur- und produktionsbezogene Ausgaben** entspricht der COFOG-Abteilung „Wirtschaftliche Angelegenheiten“. Den größten Posten hierbei stellen die Staatsausgaben für Infrastruktur – vor allem im Bereich des Verkehrs, aber auch im Energiesektor – dar. Die COFOG-Abteilung beinhaltet auch eine Vermögenstransferkomponente, die in erheblichem Umfang mit der Rekapitalisierung des Finanzsektors zusammenhängt. Da diesbezügliche Ausgaben nicht als dauerhafte Haushaltsbelastungen gelten, bleibt die Kategorie der Vermögenstransfers hier unberücksichtigt.

¹⁶ Siehe EZB, Die Staatsausgaben in der Europäischen Union in der Gliederung nach Aufgabenbereichen, Monatsbericht April 2009, S. 101-110.

- Die Ausgaben für die soziale Sicherung wurden in zwei Unterkategorien gegliedert: **Altersversorgung** und **sonstige soziale Sicherung**. Diese Untergliederung liegt darin begründet, dass sich die Ausgaben für die Altersversorgung, die den COFOG-Abteilungen „Alter“ und „Hinterbliebene“ entsprechen, hauptsächlich nach den staatlichen Leistungszusagen der Vergangenheit bemessen. Ein wesentliches Element der sonstigen sozialen Sicherung stellen die Aufwendungen für Arbeitslosigkeit dar; sie wurden für die Zwecke der vorliegenden Analyse um konjunkturelle Effekte bereinigt.
- Die Position **Sicherheit** umfasst die COFOG-Abteilungen „Verteidigung“ und „öffentliche Ordnung und Sicherheit“.
- **Sonstige** beinhaltet die verhältnismäßig kleinen COFOG-Abteilungen „Umweltschutz“, „Freizeitgestaltung, Sport, Kultur und Religion“ und „allgemeine öffentliche Verwaltung“. Die letztgenannte klammert Zinsausgaben sowie Beiträge für den EU-Haushalt aus, da sie als nicht diskretionäre Ausgaben gelten.

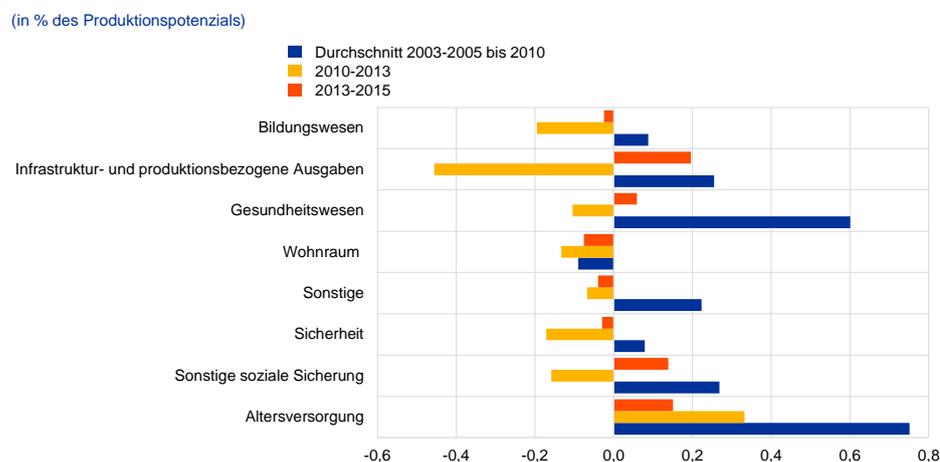
Auf den Aufgabenbereichen des Staates basierende Statistiken ermöglichen es, die maßgeblichen Entwicklungen der jeweiligen Ausgabenkategorien zu identifizieren. Herkömmliche Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (bzw. der Finanzstatistik) lassen eine derartige Analyse der Staatsausgaben hingegen nicht zu, da in diesen Abgrenzungen zwischen laufenden Ausgaben (z. B. Arbeitnehmerentgelt, Vorleistungen) und vermögenswirksamen Ausgaben (z. B. Investitionen) unterschieden wird. Wie in Abschnitt 2 ausgeführt, gelten vor allem Ausgaben im Bildungswesen als wachstumsfördernd. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird diese Position jedoch in laufende Ausgaben (z. B. Bezüge von Lehrkräften an Schulen und Hochschulen) und vermögenswirksame Ausgaben (z. B. Investitionen in Bauten) unterteilt. Als Investitionsaufwendungen klassifizierte Ausgaben wiederum zeitigen mitunter in nur sehr begrenztem Umfang langfristige Wachstumseffekte; dies ist beispielsweise bei der Beschaffung von militärischer Ausrüstung der Fall.

Auf der Seite der **Einnahmen** konzentriert sich die Analyse auf vier Hauptkategorien analog zur jeweiligen Steuerbemessungsgrundlage: Arbeit, Kapital (d. h. Unternehmensbesteuerung), Verbrauch und Vermögen. Die Belastung des Faktors Arbeit umfasst im Wesentlichen Steuern auf Löhne und Gehälter sowie Sozialbeiträge der Arbeitgeber und Arbeitnehmer.¹⁷ Zu der Unternehmensbesteuerung zählen Einkommensteuern und Steuern auf Unternehmenserträge. Die Besteuerung des Verbrauchs beinhaltet die Mehrwertsteuer sowie die speziellen Verbrauchsteuern, aber auch einige geringfügigere, von privaten Haushalten zu entrichtende Steuern. Steuern auf das Vermögen stellen die Gesamtheit der von privaten Haushalten auf Immobilien und sonstiges Vermögen zu entrichtenden Steuern dar; als Beispiele zu nennen sind vermögenswirksame Steuern sowie Steuern auf Grundstücke und andere Vermögenswerte. Da sich die Analyse auf Steuereinnahmen beschränkt, bleiben sonstige Einnahmen des Staates aus Vermögen wie Privatisierungserlöse oder Einnahmen aus der Rekapitalisierung des Finanzsektors hier außer Acht.

¹⁷ Diese Differenzierung der Steuereinnahmen geht auf den Ansatz der Europäischen Kommission in ihrer Publikation über Steuertrends in der Europäischen Union zurück (Taxation Trends in the European Union: Data for the EU Member States, Iceland and Norway, 2016).

Das Verlaufsmuster der einzelnen Ausgabenkategorien hat sich während des Untersuchungszeitraums deutlich verändert. Bevor mit der Haushaltskonsolidierung begonnen wurde, waren in nahezu allen Ausgabenkategorien Erhöhungen zu verzeichnen, wobei der stärkste Anstieg auf die Aufwendungen für die Altersversorgung und das Gesundheitswesen entfiel (siehe Abbildung 4, blaue Balken). Aufgrund der Bevölkerungsalterung sind diese Ausgabensteigerungen nicht zwingend auf diskretionäre Maßnahmen zurückzuführen. Auch die besonders wachstumsfreundliche Position der infrastruktur- und produktionsbezogenen Ausgaben wies deutliche Zuwächse auf. Während der Konsolidierungsperiode (gelbe Balken) ergab sich in allen Kategorien außer den Ausgaben für die Altersversorgung ein Rückgang. Die Konsolidierungsmaßnahmen beinhalteten im Wesentlichen Kürzungen der Bildungs- und Infrastrukturausgaben. In der letztgenannten Kategorie blieben die Staatsausgaben im Zeitraum 2003-2015 in Relation zum Produktionspotenzial insgesamt betrachtet jedoch konstant, denn der deutliche Rückgang während des Konsolidierungszeitraums kompensierte lediglich die zuvor sowie im Anschluss erfolgten Ausgabensteigerungen. Im Bildungswesen wurden die Ausgaben auch nach der Konsolidierungsperiode weiter gedrosselt (rote Balken), während bei der Altersversorgung die Aufwendungen nach Beendigung der Konsolidierungsperiode weiter anstiegen. Im Gesundheitswesen und im Bereich der sonstigen sozialen Sicherung wurden die vorherigen konsolidierungsbedingten Kürzungen durch Ausgabensteigerungen größtenteils wieder ausgeglichen.

Abbildung 4
Kumulierte Veränderung der staatlichen Primärausgaben im Euroraum nach Aufgabenbereichen

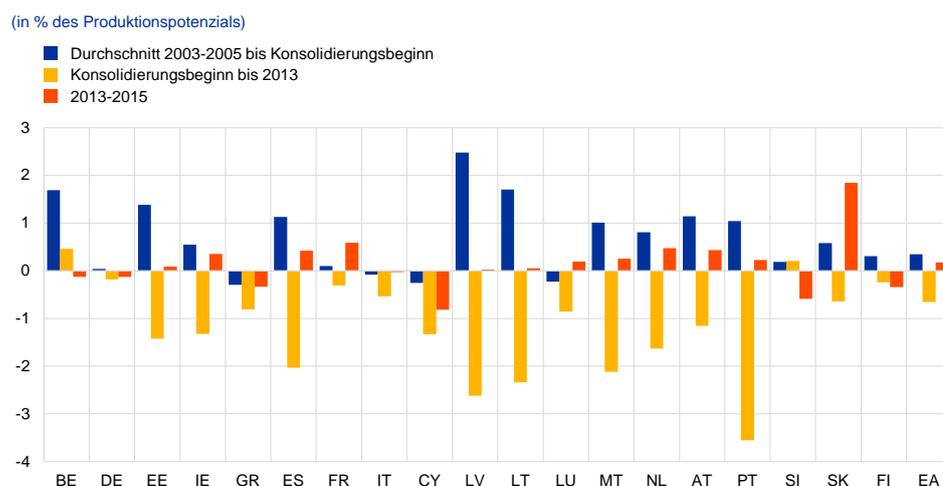


Quellen: Eurostat-Datenbank, Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen anhand OECD-Budgetelastizität. COFOG-Teilkomponenten Spaniens für 2015: nationale Angaben.
 Anmerkung: Euroraum-Aggregat ohne Lettland aufgrund fehlender Daten zu COFOG-Teilkomponenten für den Zeitraum 2003-2006. Die konjunkturelle Bereinigung der arbeitsmarktbedingten Ausgaben basiert auf der OECD-Budgetelastizität bei R. Price, T. Dang und Y. Guillemette, *New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance*, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1174, OECD Publishing, 2014.
 „Infrastruktur- und produktionsbezogene Ausgaben“ ohne Vermögenstransfers im Zusammenhang mit der Rekapitalisierung des Finanzsystems.
 Die blauen Balken kennzeichnen die Veränderung in den Jahren bis einschließlich des Beginns der Finanzkrise (2003-2010). Ausgangspunkt ist der Durchschnitt des Zeitraums 2003-2005, welcher als „Normalfall“ gelten kann, weil die Produktionslücke auf Euroraumebene im Durchschnitt geschlossen war.

Auf Länderebene betrachtet waren in der Zeit vor Konsolidierungsbeginn in den meisten Euro-Staaten deutliche Steigerungen in besonders wachstumsfördernden Ausgabenkategorien (Bildungswesen und Infrastruktur) zu beobachten. Einzig in Griechenland, Luxemburg, Italien und Zypern wurden selbst vor Einsetzen der Krise bei den Bildungs- und Infrastrukturausgaben zusammengekommen Kürzungen verzeichnet (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5

Kumulierte Veränderung der Ausgaben im Bildungswesen und der infrastruktur- und produktionsbezogenen Ausgaben in den Ländern des Euroraums



Quellen: Eurostat-Datenbank und Europäische Kommission (AMECO-Datenbank). COFOG-Teilkomponenten Spaniens für 2015: nationale Angaben.

Anmerkung: Länderspezifische Angaben zum Konsolidierungsbeginn, da die einzelnen Staaten zu unterschiedlichen Zeitpunkten mit der Konsolidierung anfangen. Das Ausgangsjahr wird definiert als das Jahr, in dem der konjunkturbereinigte Primärsaldo das größte Defizit/den geringsten Überschuss aufwies. Der Konsolidierungsbeginn wurde somit wie folgt festgelegt: Ende 2008 für EE, LV, LT und MT; Ende 2009 für BE, GR, ES und AT; Ende 2010 für DE, IE, FR, IT, LU, NL, PT, SK und FI; Ende 2011 für CY und SI. Der Konsolidierungsbeginn für die Gesamtheit der 19 Euro-Länder ist per definitionem Ende 2010, d. h. das Jahr, in dem das größte konjunkturbereinigte Primärdefizit verzeichnet wurde.

Die größten Einschnitte während des Konsolidierungszeitraums betrafen in der Mehrzahl der Länder Bildungsausgaben und Infrastrukturinvestitionen.

Hier waren in allen Euro-Staaten außer Belgien und Slowenien Einsparungen zu beobachten, wobei die Ausgaben in den Ländern mit dem höchsten Konsolidierungsbedarf besonders stark gedrosselt wurden. In Irland, Griechenland, Portugal und Zypern dauerten die Kürzungen bis zum Jahr 2013 an und in Griechenland und Zypern auch noch darüber hinaus.

Die Aufwendungen für Infrastruktur und Bildung wurden 2014 und 2015 in vielen Staaten erhöht, sodass sich die während der Konsolidierung vorgenommenen Kürzungen teilweise wieder umkehrten.

Ab 2013 war bei den besonders wachstumsfördernden Ausgabenkategorien insgesamt eine Erholung zu verzeichnen, wenngleich sie im Jahr 2015 ihren Stand vor Konsolidierungsbeginn noch unterschritten (siehe Abbildung 5). In mehr als der Hälfte der Euro-Länder wurden Ausgabensteigerungen beobachtet. Deutschland hingegen senkte seine Bildungs- und Infrastrukturausgaben in Relation zum Produktionspotenzial leicht, obwohl in dem Land kein dringender Konsolidierungsbedarf bestand. Die in den anderen Staaten verzeichneten Ausgabenerhöhungen betrafen hauptsächlich Infrastrukturinvestitionen. Im Bildungswesen hielt der Rückgang der Staatsausgaben

in Relation zum Produktionspotenzial zumeist auch 2014-2015 noch an. Allerdings ergab sich aufgrund des schrumpfenden Bevölkerungsanteils junger Menschen hieraus nicht zwangsläufig ein entsprechend hoher Pro-Kopf-Rückgang der Ausgaben für Schüler und Studierende.

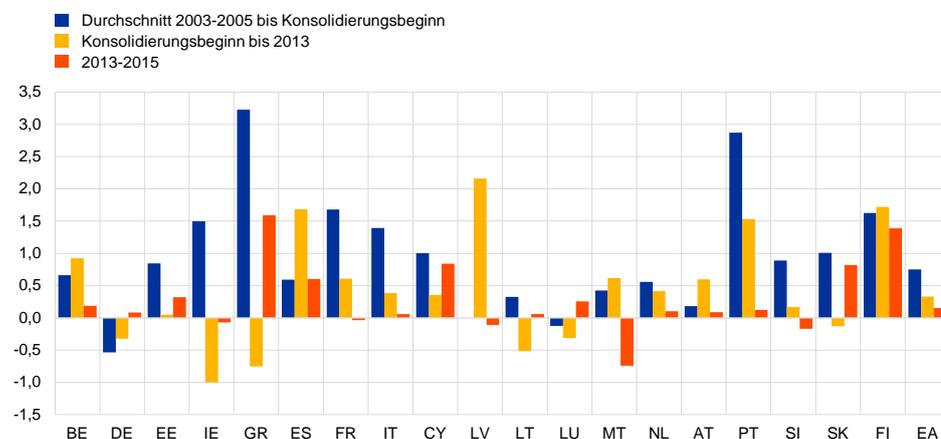
Dabei kommt es auch darauf an, die Effizienz wachstumsfördernder Staatsausgaben im Hinblick auf die erzielten Ergebnisse zu beurteilen. Auffallend ist, dass einige der Staaten mit den umfangreichsten Kürzungen bei Bildung und Infrastruktur nach der Finanzkrise mit jenen identisch sind, die in der Boomphase vor Krisenbeginn die stärksten Ausgabensteigerungen aufgewiesen hatten. Insofern spiegeln sich in den nach 2009 erfolgten Anpassungen bis zu einem gewissen Grad nicht tragfähige Entwicklungen vor Krisenbeginn wider, denn einige Ausgaben waren nicht zielgerichtet und wenig effizient.

Die Ausgaben für die Altersversorgung sind die einzige Kategorie, die in den meisten Ländern im gesamten Zeitraum 2003-2015, d. h. auch während der Konsolidierungsphase, Steigerungen erfuhr. Besonders kräftig fiel der Anstieg vor Konsolidierungsbeginn in Griechenland und Portugal aus, wohingegen Ausgabensenkungen nur in Deutschland und Luxemburg zu verzeichnen waren (siehe Abbildung 6). Dabei setzten sich die Ausgabensteigerungen in der Mehrzahl der Staaten auch während der Konsolidierungsphasen fort. In einigen Programmländern hingegen erfolgten deutliche Kürzungen, wenngleich deren Umfang hinter den Steigerungsraten der Vorjahre zurückblieb. Nach 2013 wurden die Aufwendungen für die Alterssicherung in den meisten Euro-Ländern weiter erhöht, was auch einem fortgesetzten Anstieg des Anteils älterer Menschen an der Bevölkerung zuzuschreiben war. Darin zeigt sich, dass der von einer alternden Gesellschaft ausgehende Druck auf die öffentlichen Haushalte den Handlungsspielraum der Regierungen auch in den nächsten Jahren, in denen mit einem weiteren Zuwachs des Altenquotienten zu rechnen ist, beschränken wird.

Abbildung 6

Kumulierte Veränderung der staatlichen Ausgaben für Alters- und Hinterbliebenenrenten in den Ländern des Euroraums

(in % des Produktionspotenzials)



Quellen: Eurostat-Datenbank und Europäische Kommission (AMECO-Datenbank). COFOG-Teilkomponenten Spaniens für 2015: nationale Angaben.

Anmerkung: Für Lettland sind keine COFOG-Rentendaten für den Zeitraum 2003-2006 verfügbar. Das Aggregat für den Euroraum bezieht sich demzufolge nur auf die 18 Euro-Länder ohne Lettland.

Länderspezifische Angaben zum Konsolidierungsbeginn, da dieser in den einzelnen Staaten zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgte. Das Ausgangsjahr wird definiert als das Jahr, in dem der konjunkturbereinigte Primärsaldo das größte Defizit/den geringsten Überschuss aufwies. Der Konsolidierungsbeginn wurde somit wie folgt festgelegt: Ende 2008 für EE, LV, LT und MT; Ende 2009 für BE, GR, ES und AT; Ende 2010 für DE, IE, FR, IT, LU, NL, PT, SK und FI; Ende 2011 für CY und SI. Der Konsolidierungsbeginn für die Gesamtheit der 18 Euro-Länder ist per definitionem Ende 2010, d. h. das Jahr, in dem das größte konjunkturbereinigte Primärdefizit verzeichnet wurde.

Insgesamt gesehen wurden in den Konsolidierungsjahren die Ausgaben in den wachstumsfreundlichsten Kategorien verringert, wohingegen sie sich für die Altersversorgung über den gesamten Zeitraum hinweg stetig erhöht haben.

Dieser Umstand ist besonders relevant, wenn man bedenkt, dass die Aufwendungen für die Alterssicherung im Eurogebiet mehr als ein Viertel der Staatsausgaben betragen, während die Ausgaben in den wachstumsfördernden Kategorien Bildungswesen und Verkehr weniger als ein Fünftel ausmachen.

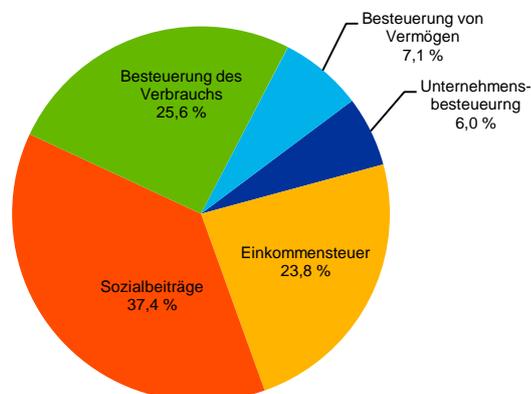
3.3 Staatseinnahmen

Die Entwicklungen auf der Einnahmenseite lassen sich anhand von vier breit gefassten Kategorien des Steueraufkommens beurteilen: Besteuerung des Vermögens und des Verbrauchs, Belastung des Faktors Arbeit (einschließlich Sozialbeiträgen) und Unternehmensbesteuerung. Abbildung 7 zeigt die jeweiligen Anteile dieser Kategorien für den Euroraum insgesamt. Die Belastung des Faktors Arbeit (d. h. die Summe von Einkommensteuern und Sozialbeiträgen) belief sich auf über 60 % der Steuereinnahmen, wohingegen die Besteuerung von Unternehmen lediglich 6 % ausmachte. Auf die als weniger verzerrend geltende Besteuerung von Vermögen und Verbrauch entfiel knapp ein Drittel der Steuereinnahmen.

Abbildung 7

Anteile der unterschiedlichen Kategorien an den Steuereinnahmen im Euroraum 2015

(in % der Steuereinnahmen)



Quellen: Eurostat-Datenbank, Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen anhand OECD-Budgetelastizität.

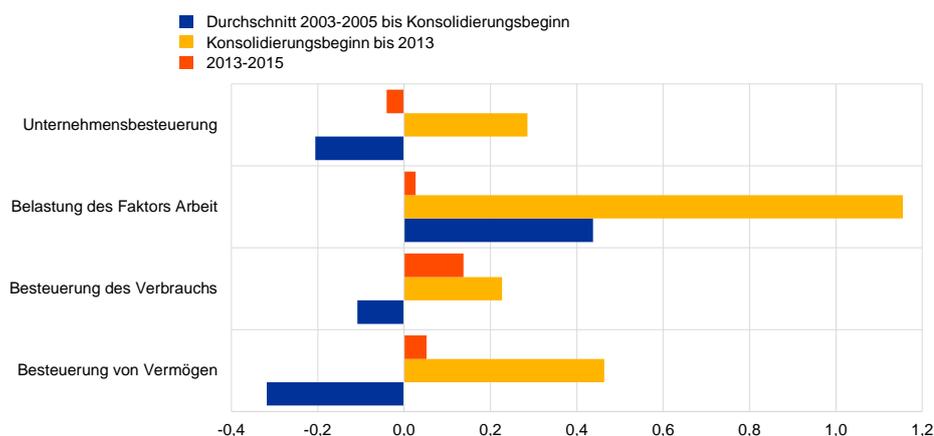
Anmerkung: Die Kategorie „Belastung des Faktors Arbeit“ entspricht der Aggregation von Einkommensteuern und Sozialbeiträgen.

Im Vorfeld der Konsolidierungsperiode wurde die erhöhte Belastung von Arbeitseinkommen durch Verringerungen bei den anderen Steuerarten ausgeglichen. Bemerkenswert ist, dass die Besteuerung der Unternehmen sowie die Steuern auf Verbrauch und Vermögen im Zeitraum von 2003 bis 2010 im Durchschnitt gesunken sind (siehe Abbildung 8). Eine nennenswerte Ausnahme war Deutschland, wo sich der Einnahmenanteil aus der Belastung des Faktors Arbeit erheblich verringerte und sich jener aus den Verbrauchsteuern erhöhte.

Abbildung 8

Veränderung der konjunkturbereinigten Einnahmenkategorien im Euroraum

(in % des Produktionspotenzials)



Quellen: Eurostat-Datenbank, Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen anhand OECD-Budgetelastizität.

Anmerkung: Die konjunkturelle Bereinigung der unterschiedlichen Einnahmenkategorien basiert auf der OECD-Budgetelastizität bei R. Price, T. Dang und Y. Guillemette, *New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance*, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1174, OECD Publishing, 2014.

In der Konsolidierungsperiode setzten die Staaten in erheblichem Umfang auf Steuern mit stärkerer Verzerrungswirkung und hier insbesondere auf die Belastung des Faktors Arbeit. Wie aus Abbildung 8 hervorgeht, war in der letztgenannten Kategorie der größte Anstieg zu verzeichnen, was vor allem auf Länder mit einem hohen Konsolidierungsbedarf (wie z. B. Griechenland, Portugal und Frankreich) zutraf. Die während des Konsolidierungszeitraums verzeichneten Mehreinnahmen aus der Unternehmensbesteuerung kehrten das im Vorfeld geringere Aufkommen bis zu einem gewissen Grad um.

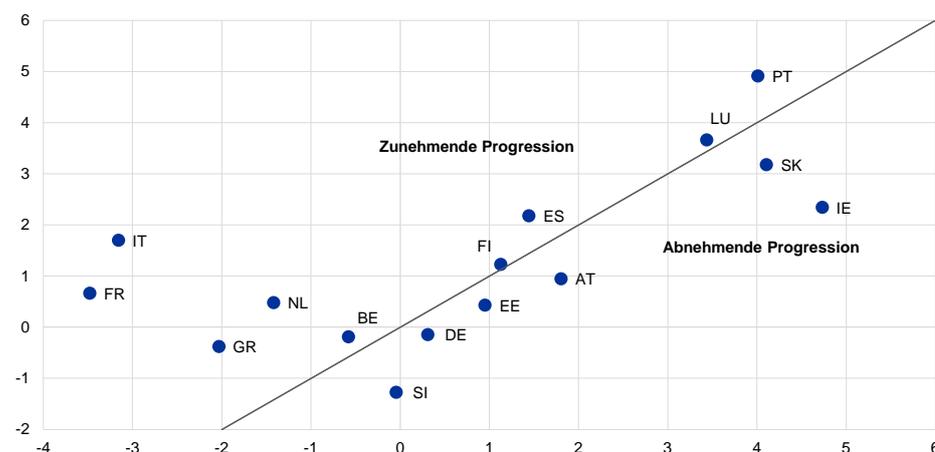
Ab 2013 verlagerten sich die Einnahmenanteile hin zu weniger verzerrenden Steuerarten. Das Aufkommen aus Vermögen- und Verbrauchsteuern nahm weiter zu, während bei der Unternehmensbesteuerung ein leichter Rückgang verzeichnet wurde.

Sowohl der relative Anteil der Belastung der Arbeitseinkommen als auch der Grad an Steuerprogression spielen für das Wachstum eine Rolle. Wie in Abbildung 9 dargestellt, erhöhten viele Euro-Länder die Belastung des Faktors Arbeit, als die Konsolidierung ihrer Staatshaushalte besonders dringlich war. Die Abbildung zeigt die Veränderungen des Steuer- und Abgabenkeils auf den Faktor Arbeit (d. h. das Verhältnis der Einkommensteuern und Sozialbeiträge zu den entsprechenden Gesamtarbeitskosten des Arbeitgebers) für alleinstehende Arbeitnehmer, die 67 % bzw. 167 % des Durchschnittsarbeitslohns erhalten. Aus der Grafik geht hervor, dass die meisten Länder der Stichprobe hohe Einkommen stärker besteuerten und vier Staaten (in erster Linie Frankreich und Italien) Geringverdiener entlasteten.

Abbildung 9

Veränderung des durchschnittlichen Steuer- und Abgabenkeils auf den Faktor Arbeit (Konsolidierungsbeginn bis 2015)

(in Prozentpunkten; für einen alleinstehenden Arbeitnehmer mit 67 % des Durchschnittsarbeitslohns (x-Achse) bzw. 167 % des Durchschnittsarbeitslohns (y-Achse))



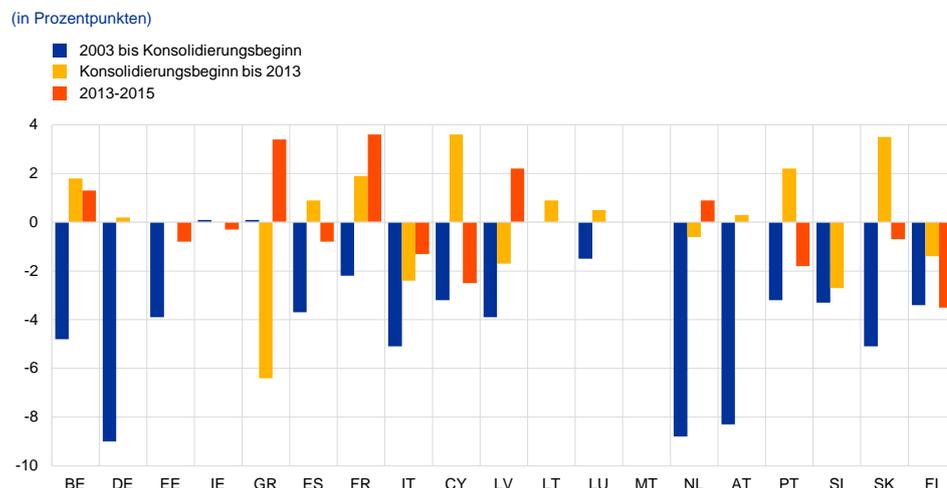
Quelle: OECD, Taxing Wages 2017, OECD Publishing, 2017.
Anmerkung: Die Linie markiert die 45-Grad-Linie.

Die Unternehmenssteuersätze wurden weder während der Konsolidierungsphase noch im Anschluss daran deutlich erhöht.

Abbildung 10 zeigt den durchschnittlichen Effektivsteuersatz (Effective Average Tax Rate – EATR)¹⁸, der die effektive Steuerlast für rentable Investitionen abbildet. Der EATR berücksichtigt das geltende Steuerrecht des jeweiligen Landes, vor allem in Bezug auf die gesetzlichen Steuersätze und die Abgrenzung der Bemessungsgrundlage. In der ersten Phase ist ein allgemeiner Trend hin zur Verringerung der Steuerbelastung für Unternehmen zu erkennen, was möglicherweise auch mit einem zunehmenden Steuerwettbewerb zusammenhängt. Während des Konsolidierungszeitraums und nach 2015 nahmen nur wenige Länder eine Erhöhung der Unternehmensbesteuerung vor, um zusätzliche Einnahmen zu generieren. Alles in allem ist die effektive Steuerlast für Unternehmen in den meisten Ländern nun geringer als vor der Boomphase.

Abbildung 10

Veränderung des durchschnittlichen Effektivsteuersatzes (EATR) auf Einkünfte von Unternehmen



Quelle: C. Spengel, F. Schmidt, J. H. Heckemeyer, K. Nicolay, A. Bartholmeß, R. Bräutigam, J. Braun, V. Dutt, M. T. Evers, C. Harendt, O. Klar, H. Nusser, M. Olbert, O. Pfeiffer, D. Steinbrenner, F. Streif und M. Todtenhaupt, Effective Tax Levels using the Devereux/Griffith Methodology, Abschlussbericht 2016, Projekt für die EU-Kommission TAXUD/2013/CC/120, ZEW, 2016.

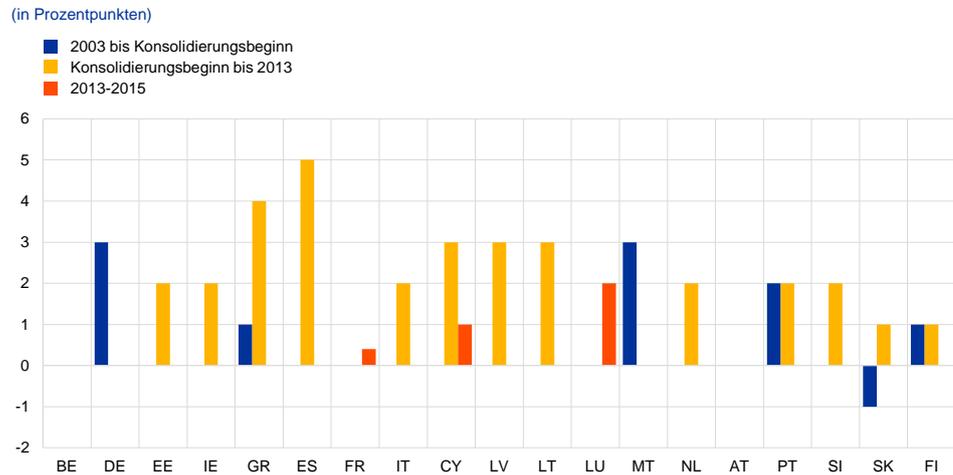
Bei den Steuern auf den Verbrauch lässt sich ein Verlaufsmuster steigender Mehrwertsteuersätze beobachten.

Abbildung 11 zeigt die Veränderungen der Mehrwertsteuerregelsätze; diese stellen angesichts der Tatsache, dass die Mehrwertsteuer die primäre Einnahmenquelle aus der indirekten Besteuerung ist, eine gute Näherungsgröße für die steuerliche Belastung des Verbrauchs dar. In fast allen Ländern wurde der Konsum stärker besteuert. Die Steuersätze wurden im Konsolidierungszeitraum besonders kräftig angehoben (vor allem in Ländern mit laufenden Anpassungsprogrammen), wobei einige Staaten ihre Mehrwertsteuersätze auch nach der erfolgten Haushaltskonsolidierung heraufsetzten. In vielen Euro-Ländern erfolgte die stärkere Besteuerung des Verbrauchs auch in Form einer Ausweitung der Bemessungsgrundlage, indem für bestimmte Güter nicht mehr der

¹⁸ Der EATR basiert auf den Berechnungen des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), 2016.

ermäßigte, sondern der Regelsteuersatz erhoben wurde, sowie in Form höherer Verbrauchsteuersätze.

Abbildung 11
Veränderung des Mehrwertsteuerregelsatzes



Quelle: Europäische Kommission, VAT rates applied in the Member States of the European Union: Situation at 1 January 2017, Taxud.c.1, 2017.

Anmerkung: Leere Säulen zeigen an, dass der Mehrwertsteuerregelsatz in dem entsprechenden Land und im jeweiligen Zeitraum nicht geändert wurde.

Während die Besteuerung in den am stärksten verzerrenden Steuerarten (z. B. bei der Belastung des Faktors Arbeit) über den Konsolidierungszeitraum hinweg insgesamt zugenommen hat, setzten die Staaten ab 2013 vermehrt auf weniger verzerrende Steuerkategorien. Dieser Umstand ist besonders relevant, wenn man berücksichtigt, dass die Belastung der Arbeitseinkommen die größte Steuereinnahmenkomponente darstellt. Die Europäische Kommission¹⁹ hat eine horizontale indikatorbasierte Bewertungsmethode entwickelt, mit der die Notwendigkeit und der Spielraum für eine Verlagerung der Steuer- und Abgabenlast vom Faktor Arbeit auf andere, weniger wachstumsschädliche Einnahmenkategorien ermittelt werden kann. Die Analyse anhand von Daten für den Zeitraum 2011-2013 zeigt, dass rund ein Drittel der EU-Mitgliedstaaten einer wachstumsfördernden Verlagerung der Besteuerung, bei der die Belastung des Faktors Arbeit zugunsten anderer Steuerarten verringert wird, bedarf und einen entsprechenden Spielraum dafür aufweist.

¹⁹ Siehe F. Wöhlbier, C. Astarita und G. Mourre, Growth-Friendly Tax Structures: An Indicator-Based Approach, in: German Economic Review, erscheint in Kürze.

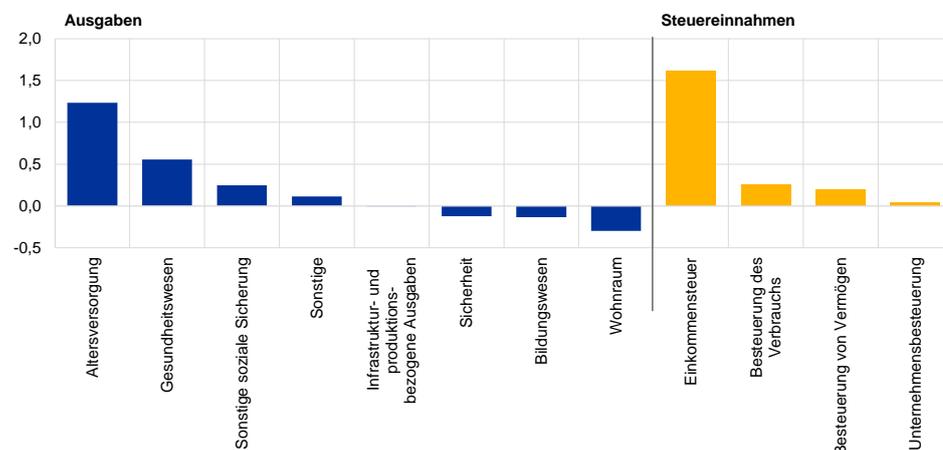
4 Zusammenfassung und politische Implikationen

Die Veränderungen der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen Jahren machen deutlich, inwieweit die Wachstumsfreundlichkeit der Staatseinnahmen und -ausgaben durch fiskalische Schwachstellen gefährdet wird. Insgesamt betrachtet hat die Zusammensetzung der Staatshaushalte im Verlauf des untersuchten Zeitraums (2003-2015) an wachstumsfördernder Wirkung eingebüßt, was hauptsächlich der politischen Reaktion auf die Krise geschuldet war (siehe Abbildung 12). In der Zeit vor der Konsolidierung (2003-2010) kam es auf breiter Front zu Ausgabensteigerungen, wobei bei den Aufwendungen für die Altersversorgung und das Gesundheitswesen – Bereiche, die als weniger wachstumsstimulierend gelten – Höchststände zu verzeichnen waren. Während der Konsolidierungsphase (2011-2013) wurde zur Erzielung zusätzlicher Einnahmen schwerpunktmäßig auf stärker verzerrende Steuern, insbesondere auf die Belastung des Faktors Arbeit, gesetzt, während die Ausgabenkürzungen vor allem die wachstumsfreundlichen Kategorien Bildungswesen und Infrastrukturinvestitionen betrafen.²⁰ Es stimmt jedoch zuversichtlich, dass seit 2013 einige Tendenzen hin zu einer wachstumsfreundlicheren Ausgestaltung der Staatshaushalte zu erkennen sind, d. h. eine Verschiebung hin zu einer weniger verzerrenden Besteuerung und eine partielle Wiederanhebung bestimmter wachstumsförderlicher Ausgaben.

Abbildung 12

Kumulierte Veränderung der Ausgabenkategorien und Steuerarten im Euroraum

(Durchschnitt 2003-2005 bis 2015; in % des Produktionspotenzials)



Quellen: Eurostat-Datenbank, Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen anhand OECD-Budgetelastizität, COFOG-Teilkomponenten Spaniens für 2015: nationale Angaben.

Anmerkung: Euroraum-Aggregat zu den Ausgabenkategorien ohne Lettland aufgrund fehlender Angaben zu COFOG-Teilkomponenten für den Zeitraum 2003-2006.

Die konjunkturelle Bereinigung basiert auf der OECD-Budgetelastizität bei R. Price, T. Dang und Y. Guillemette, *New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance*, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1174, OECD Publishing, 2014.

„Infrastruktur- und produktionsbezogene Ausgaben“ ohne Vermögenstransfers im Zusammenhang mit der Rekapitalisierung des Finanzsystems.

²⁰ Siehe auch IWF, *Taxing times*, Fiscal Monitor, Oktober 2013.

Was die weitere Entwicklung betrifft, so bedarf es nun einer verbesserten Zusammensetzung der öffentlichen Haushalte im Einklang mit den langfristigen Wachstumszielen.

Es sollte insbesondere möglich sein, die Steuerbelastung auf haushaltsneutrale Weise zu reduzieren. Der Anteil der Einnahmen aus der Belastung der Arbeitseinkommen hat sich während des Konsolidierungszeitraums deutlich erhöht; seine Verringerung sollte für das Wachstum förderlich sein. Die Staaten könnten sich verstärkt der weniger verzerrenden Besteuerung von Verbrauch und Vermögen zuwenden: Eine Verlagerung hin zur Vermögensbesteuerung kann auch dem Gerechtigkeitsempfinden zugutekommen. Darüber hinaus sind die wachstumsfreundlichsten Reformen der Einkommensteuer jene, welche die Steuerlast von Gering- und Zweitverdienern mindern. Die daraus resultierende höhere Erwerbsbeteiligung dieser beiden Gruppen trägt zudem dazu bei, die Ungleichheit bei den Arbeitseinkommen zu verringern. Angaben der OECD zufolge belief sich der durchschnittliche Steuer- und Abgabenanteil für Geringverdiener 2016 auf 37,6 % und lag damit deutlich über dem OECD-Durchschnitt (32,3 %). Auf der Ausgabenseite sollte insbesondere eine Aufstockung der Aufwendungen für das Gesundheits- und Bildungswesen sowie die Infrastruktur erwogen werden, da solche Ausgaben erwiesenermaßen positive langfristige Effekte auf das Wachstum haben. Gleichzeitig sollten weniger produktive Ausgaben gekürzt werden. Der langfristige Wachstumsimpuls geht mit einer Verringerung des Anteils der Erwerbstätigen einher, denen Arbeitslosigkeit oder ein unsicheres Beschäftigungsverhältnis droht.

Bei der Gestaltung von politischen Maßnahmen für eine stärker wachstumsförderliche Zusammensetzung der Staatshaushalte müssen länderspezifische Faktoren berücksichtigt werden.

Die auf Euroraumebene festgestellten Trends unterscheiden sich von Land zu Land. So sollten sich ceteris paribus Ausgabenkürzungen für ein Land mit einer sehr hohen Staatsausgabenquote als vergleichsweise vorteilhafter erweisen, da hierdurch Haushaltsspielräume zur Reduzierung verzerrender Steuern geschaffen werden. Für ein Land mit einem kleinen Staatssektor könnte es indes zweckdienlicher sein, die Einnahmen aus nicht verzerrenden Steuern zu steigern, sofern eine Verstärkung der produktiven Ausgaben angezeigt ist. Bei der Bestimmung der Wachstumsfreundlichkeit der öffentlichen Finanzen spielen auch mikroökonomische Daten und Effizienzstudien auf Länderebene eine wichtige Rolle. Eine schwache Steuerverwaltung bietet Anreize für Steuerhinterziehung, die zu Ineffizienz im Steuersystem und einem unfairen Steuerwettbewerb zwischen informellen und offiziell registrierten Unternehmen führt (Fiscal Monitor des IWF, 2017). Eine effizientere Steuereintreibung kann zudem fiskalischen Spielraum für die Senkung verzerrender Steuern schaffen. Auf der Ausgabenseite ist die Effizienz staatlicher Aufwendungen von wesentlicher Bedeutung, um den Effekt auf die Wirtschaft mithilfe der verfügbaren Mittel zu maximieren. Einige Studien weisen in diesem Zusammenhang auf große Effizienzunterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern hin.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20 ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ³⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,3	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 Q3	0,9	0,9	0,5	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
Q4	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 Q1	0,9	0,4	0,2	0,3	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
Q2	.	.	.	.	1,7	.	.	.	1,9	.	.	.	1,5
2017 Jan.	.	.	.	.	.	.	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Febr.	.	.	.	.	.	.	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
März	.	.	.	.	.	.	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
April	.	.	.	.	.	.	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
Mai	.	.	.	.	.	.	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6	.	.	.	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) Für Argentinien liegen aufgrund des am 7. Januar 2016 von der Regierung ausgerufenen Notstands im nationalen Statistiksistem derzeit keine Daten vor. Folglich ist Argentinien nicht in der Berechnung des G-20-Aggregats enthalten. Über das weitere diesbezügliche Vorgehen wird in Abhängigkeit von der künftigen Entwicklung entschieden werden.

3) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Dez.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Jan.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Febr.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
März	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
April	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Juni	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Dez.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Jan.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Febr.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
März	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
April	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
Mai	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
Juni	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamt-index 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Dez.	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Jan.	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Febr.	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7
März	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2
April	373,9	3 491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2 359,3	18 736,4
Mai	387,1	3 601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2 395,3	19 726,8
Juni	383,6	3 547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2 434,0	20 045,6

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Effektiver Zinssatz ³⁾	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung							
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren			Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Juni	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,96	2,01	2,32	1,96
Juli	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92
Aug.	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90
Sept.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Okt.	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
Dez.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017 Jan.	0,07	0,48	0,42	0,75	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
Febr.	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
März	0,06	0,48	0,40	0,74	6,34	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
April	0,06	0,47	0,40	0,75	6,34	16,70	4,82	5,58	5,96	2,36	1,72	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
Mai ⁶⁾	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,69	5,06	5,78	6,21	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016 Juni	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
Juli	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
Sept.	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
Okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
Dez.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Jan.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79
Febr.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76
März	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
April	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
Mai ⁶⁾	0,05	0,10	0,47	2,51	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,46	1,63	1,76

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2014	1 322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33
2016 Dez.	1 242	520	135	.	59	466	62	316	143	66	.	32	50	25
2017 Jan.	1 276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41
Febr.	1 303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29
März	1 315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33
April	1 302	525	136	.	90	479	72	354	155	45	.	43	75	36
Mai	1 301	522	138	.	92	481	68	357	173	42	.	37	84	21
Langfristig														
2014	15 128	4 055	3 156	.	990	6 285	642	219	65	43	.	16	85	10
2015	15 232	3 784	3 274	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 245	3 640	3 187	.	1 133	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 Dez.	15 245	3 640	3 187	.	1 133	6 643	641	163	45	78	.	13	25	2
2017 Jan.	15 305	3 645	3 198	.	1 135	6 688	638	317	103	82	.	15	108	9
Febr.	15 332	3 667	3 201	.	1 138	6 686	640	246	80	54	.	12	89	12
März	15 346	3 648	3 170	.	1 149	6 736	643	277	63	83	.	24	97	9
April	15 313	3 632	3 184	.	1 148	6 717	632	211	54	53	.	13	87	5
Mai	15 379	3 634	3 177	.	1 152	6 781	634	249	62	63	.	18	101	4

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2014	16 450,2	4 598,3	3 287,1	.	1 048,9	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	782,2	4 584,6
2015	16 501,2	4 301,4	3 421,0	.	1 116,7	6 960,1	702,1	6 744,7	586,1	907,6	5 251,0
2016	16 486,5	4 160,0	3 322,3	.	1 192,6	7 108,6	703,0	7 029,2	538,7	1 020,0	5 470,5
2016 Dez.	16 486,5	4 160,0	3 322,3	.	1 192,6	7 108,6	703,0	7 029,2	538,7	1 020,0	5 470,5
2017 Jan.	16 580,6	4 181,5	3 333,6	.	1 208,1	7 156,9	700,5	7 015,2	542,3	1 018,4	5 454,5
Febr.	16 634,6	4 217,1	3 342,1	.	1 217,2	7 151,9	706,3	7 201,2	539,0	1 028,8	5 633,4
März	16 660,9	4 195,3	3 301,9	.	1 230,7	7 216,0	717,0	7 509,1	609,8	1 058,8	5 840,5
April	16 615,2	4 157,8	3 319,7	.	1 238,5	7 195,8	703,5	7 689,6	636,8	1 077,2	5 975,6
Mai	16 680,2	4 155,9	3 315,3	.	1 244,7	7 262,7	701,6	7 781,7	631,0	1 070,8	6 079,9
Wachstumsraten											
2014	-0,8	-8,1	0,2	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,2	-7,0	5,4	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,1	-3,1	-2,2	.	7,0	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Dez.	0,1	-3,1	-2,2	.	7,0	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Jan.	0,7	-2,1	-1,0	.	8,9	2,2	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
Febr.	1,2	-1,7	1,1	.	9,8	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3
März	1,3	-1,4	1,5	.	9,5	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
April	1,4	-2,0	1,9	.	8,4	2,2	0,2	0,8	5,9	1,1	0,3
Mai	1,4	-1,9	2,1	.	8,2	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2014	101,8	97,9	97,0	91,9	97,9	99,7	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	82,5	89,5	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,8	81,1	90,4	110,4	90,0
2016 Q3	95,2	90,5	91,7	86,0	80,8	90,5	110,6	90,1
Q4	94,9	90,2	91,1	85,6	80,9	90,1	110,0	89,6
2017 Q1	94,2	89,7	90,3	84,2	79,7	89,0	109,2	88,7
Q2	95,7	90,9	91,9	.	.	.	110,8	89,6
2017 Jan.	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Febr.	93,9	89,5	90,0	-	-	-	108,8	88,5
März	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
April	94,1	89,6	90,2	-	-	-	108,8	88,3
Mai	96,0	91,2	92,3	-	-	-	111,1	90,0
Juni	96,8	91,8	93,3	-	-	-	112,1	90,6
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2017 Juni	0,8	0,7	1,0	-	-	-	0,9	0,7
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2017 Juni	2,1	1,7	1,9	-	-	-	1,4	0,4

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 Q3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
Q4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 Q1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
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
2017 Jan.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Febr.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
März	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
April	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
Mai	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
Juni	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2017 Juni	0,4	-0,3	-1,2	0,0	-0,5	0,4	0,3	2,5	0,4	0,5	-0,3	1,6
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2017 Juni	3,3	-1,5	-2,9	0,0	-1,8	5,2	-4,3	11,0	1,1	4,5	-0,2	0,0

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2016 Q2	22 882,6	23 691,0	-808,5	9 940,6	8 276,0	7 430,2	9 989,1	-65,1	4 855,0	5 425,9	721,8	13 618,7
Q3	23 116,4	23 859,3	-743,0	9 911,5	8 142,6	7 690,0	10 166,4	-62,1	4 849,9	5 550,4	727,0	13 617,3
Q4	23 598,0	24 253,6	-655,5	10 246,5	8 382,5	7 883,9	10 324,0	-53,8	4 813,8	5 547,1	707,7	13 616,0
2017 Q1	24 733,9	25 094,7	-360,8	10 613,8	8 559,8	8 223,2	10 601,2	-51,3	5 221,6	5 933,7	726,6	13 959,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2017 Q1	228,4	231,8	-3,3	98,0	79,1	75,9	97,9	-0,5	48,2	54,8	6,7	128,9
Transaktionen												
2016 Q2	248,4	162,0	86,4	17,9	45,5	117,6	-52,6	-45,6	156,3	169,0	2,2	-
Q3	218,8	87,7	131,0	55,8	-79,4	127,5	14,8	23,9	3,8	152,4	7,7	-
Q4	95,4	11,7	83,7	120,1	102,9	14,6	-78,2	15,2	-59,1	-13,0	4,6	-
2017 Q1	566,7	513,6	53,1	147,2	110,5	167,7	91,2	15,5	238,8	311,9	-2,5	-
2016 Nov.	40,1	38,8	1,3	44,2	51,7	-14,4	9,5	2,9	4,9	-22,3	2,5	-
Dez.	-206,6	-281,2	74,7	-11,9	-1,1	22,9	-41,0	6,1	-229,7	-239,2	6,1	-
2017 Jan.	350,2	362,6	-12,5	52,5	64,8	43,0	31,4	2,2	257,6	266,4	-5,1	-
Febr.	219,7	197,7	22,0	85,4	53,0	82,5	26,9	8,1	41,7	117,8	2,0	-
März	-3,2	-46,7	43,5	9,3	-7,3	42,2	32,9	5,2	-60,5	-72,3	0,6	-
April	149,2	133,4	15,8	27,9	3,8	42,7	-3,1	1,3	81,6	132,7	-4,4	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2017 April	1 128,3	793,4	334,9	367,6	173,4	418,2	55,7	32,0	301,2	564,4	9,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2017 April	10,4	7,3	3,1	3,4	1,6	3,9	0,5	0,3	2,8	5,2	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2014	10 143,5	9 783,8	5 633,2	2 125,7	1 991,5	1 002,0	600,9	383,7	33,5	359,7	4 534,3	4 174,6
2015	10 473,8	10 002,8	5 748,2	2 163,7	2 070,0	1 021,1	634,5	409,2	20,9	471,0	4 827,9	4 356,9
2016	10 745,4	10 272,3	5 887,3	2 218,1	2 163,5	1 056,0	662,0	440,3	3,4	473,1	4 902,6	4 429,5
2016 Q2	2 672,6	2 551,6	1 465,1	553,0	534,7	260,6	163,5	109,3	-1,2	121,0	1 213,5	1 092,5
Q3	2 689,3	2 568,0	1 473,2	555,5	536,3	264,9	165,9	104,3	3,1	121,2	1 223,9	1 102,6
Q4	2 715,2	2 614,1	1 488,3	558,4	559,2	267,9	167,4	122,6	8,2	101,1	1 258,8	1 157,6
2017 Q1	2 729,6	2 639,3	1 501,8	562,6	567,3	272,7	169,3	124,0	7,6	90,3	1 288,7	1 198,4
<i>In % des BIP</i>												
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2016 Q2	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,4	0,7	6,0	-	-	1,2	1,6
Q3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,6	0,8	-4,9	-	-	0,4	0,3
Q4	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,3	17,6	-	-	1,7	3,8
2017 Q1	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	1,3	1,8	0,7	-	-	1,2	1,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,8	4,7	3,5	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,3	3,9	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 Q2	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	2,0	5,0	6,1	-	-	2,7	4,2
Q3	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,5	4,1	-0,1	-	-	2,8	3,2
Q4	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,8	1,0	20,1	-	-	3,8	5,7
2017 Q1	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	2,5	3,0	19,4	-	-	4,6	7,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2016 Q2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-	-
Q3	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
Q4	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-
2017 Q1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 Q2	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-
Q3	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,0	-	-
Q4	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-
2017 Q1	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	0,2	0,2	0,8	0,4	-0,8	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insge- samt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeit- nehmer	Selbst- ständige	Land- und Forst- wirtschaft, Fischerei	Verar- beitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energie- versorgung und Versor- gungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gastge- werbe/ Beher- bergung und Gas- tronomie	Informa- tion und Kommuni- kation	Finanz- und Versi- cherungs- dienst- leistungen	Grund- stücks- und Woh- nungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienst- leistungen	Öffentliche Verwaltung, Erzie- hung und Unterricht, Gesundheits- und Sozial- wesen	Kunst, Unter- haltung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,0	24,3	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,2	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,7	2,6	1,0	13,5	24,2	7,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,4	-1,6	0,7	0,5	-0,9	0,2	2,2	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	-0,4	-1,2	0,2	0,0	1,1	1,3	-0,2	1,8	3,0	0,9	0,8
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,6	0,6	0,1	1,9	2,3	0,1	1,6	2,9	1,2	0,9
2016 Q2	1,4	1,6	-0,2	-0,8	0,6	-0,2	2,0	2,0	0,1	1,0	2,8	1,3	1,0
Q3	1,3	1,6	0,0	-0,3	0,6	0,0	1,9	2,2	0,2	1,9	2,7	1,3	0,6
Q4	1,4	1,6	0,2	0,2	0,7	0,5	1,8	2,7	0,3	1,9	2,6	1,2	0,5
2017 Q1	1,5	1,7	0,2	0,9	0,7	1,3	1,7	2,6	-0,2	1,7	3,0	1,2	0,9
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,6	19,4	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,2	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,3	0,3	0,5	-1,0	0,0	2,3	1,3	0,2
2015	1,1	1,4	-0,3	-0,3	0,6	0,7	0,8	2,4	0,0	2,3	3,1	0,9	0,8
2016	0,8	1,0	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	1,5	1,1	-1,3	1,4	2,5	0,2	0,6
2016 Q2	1,0	1,1	0,7	-0,1	0,4	-0,5	1,9	1,1	-0,9	1,6	2,9	0,2	0,7
Q3	0,6	0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,7	1,6	0,6	-1,6	1,2	1,8	0,1	0,0
Q4	0,7	0,9	-0,2	-0,7	0,5	-0,7	1,5	1,4	-1,4	1,6	2,2	0,1	0,2
2017 Q1	1,0	1,2	0,1	-0,4	0,6	0,5	1,2	2,1	-0,9	1,7	2,6	0,4	0,9
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,0	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,3
2015	0,1	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0
2016	-0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2
2016 Q2	-0,4	-0,6	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,8	-1,0	0,6	0,1	-1,1	-0,3
Q3	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-1,5	-1,8	-0,7	-0,8	-1,2	-0,6
Q4	-0,7	-0,6	-0,4	-0,9	-0,2	-1,3	-0,4	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-1,1	-0,3
2017 Q1	-0,5	-0,5	-0,1	-1,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,8	0,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160 334	4,6	18 637	11,6	6,1	15 218	10,4	3 419	23,7	9 932	11,5	8 705	11,8	1,4
2015	160 600	4,6	17 442	10,9	5,6	14 292	9,8	3 149	22,3	9 252	10,7	8 190	11,0	1,5
2016	161 882	4,3	16 226	10,0	5,0	13 276	9,0	2 950	20,9	8 470	9,7	7 756	10,4	1,7
2016 Q2	161 779	4,5	16 464	10,2	5,1	13 452	9,1	3 012	21,2	8 551	9,8	7 912	10,6	1,7
Q3	162 280	4,1	16 084	9,9	4,8	13 166	8,9	2 918	20,6	8 382	9,6	7 702	10,3	1,6
Q4	162 306	4,2	15 749	9,7	4,9	12 883	8,7	2 867	20,3	8 244	9,4	7 505	10,0	1,7
2017 Q1	161 634	4,3	15 376	9,5	4,8	12 658	8,5	2 718	19,4	7 955	9,1	7 420	9,9	1,9
2016 Dez.	-	-	15 618	9,6	-	12 779	8,6	2 840	20,1	8 131	9,3	7 487	10,0	-
2017 Jan.	-	-	15 524	9,6	-	12 747	8,6	2 777	19,7	8 042	9,2	7 481	10,0	-
Febr.	-	-	15 337	9,4	-	12 632	8,5	2 705	19,3	7 935	9,1	7 402	9,9	-
März	-	-	15 266	9,4	-	12 594	8,5	2 672	19,1	7 888	9,0	7 378	9,8	-
April	-	-	15 039	9,3	-	12 413	8,4	2 626	18,9	7 728	8,9	7 312	9,8	-
Mai	-	-	15 034	9,3	-	12 412	8,4	2 622	18,9	7 734	8,9	7 299	9,7	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- 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- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2010)	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,3	8,8
2016	1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	2,9	1,8	7,2
2016 Q3	1,0	1,3	1,7	0,8	1,2	-0,5	3,6	-0,2	1,5	1,3	1,5	2,4	6,4
Q4	2,3	1,8	2,4	1,8	1,2	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,5	1,4	4,1
2017 Q1	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,6	2,1	1,1	3,0	0,8	4,8
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,0
2017 Jan.	0,4	-0,7	0,6	-1,6	-2,5	8,1	-5,7	2,9	1,6	1,1	1,9	1,4	3,7
Febr.	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,3	6,5	1,9	1,0	2,8	0,8	4,8
März	2,2	3,2	3,7	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,3	2,8	1,3	4,3	0,3	5,5
April	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,7	3,3	7,2	2,6	2,9	2,9	-0,8	4,3
Mai	4,0	4,3	3,8	5,5	3,1	2,2	2,6	.	2,6	2,1	3,5	0,9	7,1
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2017 Jan.	0,1	-0,2	-1,1	1,0	-1,1	2,8	-2,8	-2,9	0,1	0,0	-0,2	0,5	0,8
Febr.	-0,1	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,5	0,3	0,7	-0,4	0,8
März	0,4	0,8	0,6	0,9	1,9	-2,8	-0,9	0,9	0,4	0,0	1,1	0,1	-0,6
April	0,3	0,0	0,3	-1,1	0,2	3,8	0,3	-0,6	0,1	1,1	-0,7	-0,6	0,2
Mai	1,3	1,3	0,3	2,3	1,3	0,9	-0,7	.	0,4	-0,4	0,6	1,7	3,0
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,9

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 Q3	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 Q1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
Q2	110,0	3,3	.	-2,7	-5,0	3,2	13,5	.	57,0	58,3	56,0	56,6
2017 Jan.	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Febr.	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
März	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
April	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
Mai	109,2	2,8	-	-3,3	-5,6	2,0	12,8	-	57,0	58,3	56,3	56,8
Juni	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,4	-	57,4	58,7	55,4	56,3

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens	Veränderung gegen Vorjahr in %							In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,6	94,7	0,9	1,8	1,4	2,6	1,0	32,8	4,9	131,0	2,6	7,2	1,4
2015	12,4	94	1,7	2,1	2,8	3,4	2,5	34	6,4	134,1	3,7	3,5	2,1
2016	12,3	93,5	1,8	2,0	4,7	4,5	4,5	33,5	7,7	133,6	3,2	4,8	1,5
2016 Q2	12,5	93,5	2,4	2,2	5,9	3,1	3,7	33,6	7,2	134,1	3,5	3,4	1,9
Q3	12,5	93,5	1,6	2,2	4,9	4,3	4,1	33,6	7,6	132,6	3,3	3,0	1,6
Q4	12,3	93,5	1,3	2,0	4,3	4,5	4,5	33,5	7,7	133,6	3,2	9,1	1,5
2017 Q1	.	.	1,7	2,2	9,4	4,8	4,8	33,5	7,2	.	3,4	12,0	1,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnungslegung entspricht.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

(in Mrd €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 Q2	902,5	796,6	105,9	522,2	423,0	192,6	178,9	160,6	137,4	27,2	57,3	6,4	7,3
Q3	907,1	812,1	95,0	526,6	433,6	197,6	177,9	155,8	133,3	27,2	67,5	6,6	5,5
Q4	940,1	864,1	76,0	545,1	456,5	199,6	205,0	167,2	138,5	28,2	64,0	9,6	10,0
2017 Q1	958,3	867,5	90,8	559,0	478,2	208,0	187,8	163,4	146,8	27,8	54,7	6,7	22,3
2016 Nov.	316,4	288,4	28,0	182,8	152,7	66,5	68,9	58,2	45,0	8,8	21,8	2,3	2,8
Dez.	314,9	290,4	24,5	184,5	153,8	66,0	67,9	53,9	48,2	10,5	20,5	5,3	4,6
2017 Jan.	317,9	295,1	22,8	183,2	159,4	68,7	66,2	57,4	48,2	8,6	21,3	2,3	10,9
Febr.	319,2	284,9	34,3	187,2	159,1	69,9	61,7	53,2	50,4	8,9	13,7	2,4	5,3
März	321,2	287,4	33,8	188,6	159,6	69,4	59,8	52,9	48,3	10,3	19,7	2,0	6,1
April	313,0	290,8	22,2	182,7	157,6	68,7	61,3	53,4	45,2	8,2	26,7	1,6	1,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2017 April	3 721,4	3 368,2	353,2	2 161,8	1 808,5	802,7	751,3	646,9	557,2	110,0	251,3	28,8	45,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2017 April	34,4	31,2	3,3	20,0	16,7	7,4	7,0	6,0	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q2	-0,1	-3,5	504,8	231,8	106,4	153,4	425,3	433,4	237,3	72,9	115,6	321,7	42,1
Q3	-0,1	-1,7	509,0	237,5	103,5	154,2	426,3	443,4	244,3	72,5	117,5	327,9	43,9
Q4	2,2	2,4	525,6	244,9	108,7	157,5	439,8	461,3	256,7	74,7	119,4	335,4	50,3
2017 Q1	10,8	13,6	539,7	256,8	108,6	160,9	449,4	484,8	279,1	76,8	119,8	343,2	59,9
2016 Dez.	6,1	4,7	179,2	83,1	38,7	52,6	150,8	156,3	87,4	25,1	40,0	112,3	17,7
2017 Jan.	12,6	17,3	177,5	84,8	34,9	53,4	146,1	162,3	93,2	26,1	39,9	114,4	20,7
Febr.	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	150,0	161,0	92,8	25,7	39,3	114,0	20,7
März	14,5	16,6	183,1	86,4	37,3	54,8	153,3	161,6	93,1	25,0	40,6	114,8	18,5
April	-2,1	4,3	180,0	85,5	36,0	53,6	149,7	161,4	91,6	25,6	40,0	116,4	17,8
Mai	12,9	16,4	183,7	.	.	.	154,1	164,0	.	.	.	118,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q2	2,4	5,0	118,0	114,3	118,0	123,9	117,8	108,2	107,0	107,2	111,1	111,0	100,1
Q3	0,7	1,8	118,2	116,2	113,7	124,0	117,3	109,2	108,2	106,6	111,9	112,2	101,1
Q4	1,4	0,9	120,5	118,2	118,3	124,9	119,9	109,9	108,9	106,8	112,0	112,5	105,0
2017 Q1	6,3	3,0	121,0	120,9	117,5	124,3	120,5	110,2	111,3	106,4	109,7	112,0	109,8
2016 Nov.	4,8	5,2	121,2	120,0	115,9	126,0	120,4	111,3	111,0	107,1	112,4	113,9	108,1
Dez.	4,7	-0,3	122,2	119,2	125,3	124,2	122,5	108,9	107,5	105,2	111,2	111,0	103,1
2017 Jan.	8,8	6,5	119,8	119,9	113,7	124,4	117,9	110,3	111,3	108,9	108,2	111,8	112,3
Febr.	1,0	-3,2	120,7	121,1	117,9	122,6	121,0	109,9	111,1	106,3	108,4	111,9	113,3
März	9,2	5,9	122,7	121,7	120,8	125,9	122,5	110,6	111,6	104,1	112,6	112,4	103,7
April	-6,6	-4,9	120,8	120,7	116,1	123,7	119,8	111,0	110,9	106,2	110,9	114,2	101,5

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel											
Gewichte in % (2017)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 Q1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,8	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
Q2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,3	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
2017 Jan.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,7	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Febr.	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
März	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,1	-0,8	0,0	1,7	0,7
April	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	2,0	1,3
Mai	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2
Juni	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3

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

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).

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

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

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

1) Nur Inlandsabsatz.

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insgesamt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewicht ²⁾			Nach Verwendung gewicht ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q3	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
Q4	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 Q1	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	45,6	7,0	-2,8	18,5	6,8	-2,3	20,1
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
März	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
April	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,6	-7,2	14,7	3,7	-4,6	15,7

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

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

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,6	1,9	0,4	1,6	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 Q2	109,1	1,1	0,9	1,5	0,9	1,4	1,5
Q3	102,5	1,4	1,5	1,1	1,2	1,8	1,5
Q4	112,1	1,4	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
2017 Q1	100,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,7	1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2014	104,6	0,7	-1,3	-0,8	1,4	0,6	-0,9	2,3	1,5	1,2	1,6	1,6
2015	104,8	0,2	-0,9	-2,2	0,6	0,6	0,7	0,7	2,3	1,7	1,2	1,6
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,4	0,8	0,4	1,5	4,0	1,0	1,4	1,9
2016 Q2	105,5	0,8	1,5	0,0	-0,8	1,2	0,6	1,6	3,8	0,5	1,5	1,6
Q3	105,8	0,8	2,4	0,5	-0,6	0,8	-0,3	1,6	4,0	0,6	1,4	1,7
Q4	106,2	1,0	3,6	-0,1	0,4	0,7	0,2	1,5	4,5	1,1	1,4	1,8
2017 Q1	106,3	0,8	-0,3	0,4	0,8	0,7	-0,2	1,0	2,2	1,1	1,3	1,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,9	1,2	2,3	1,8	1,9	1,7	1,1	1,2
2015	107,9	1,2	0,8	1,6	0,7	1,3	2,4	1,0	1,2	1,5	1,2	0,9
2016	109,3	1,2	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	3,3	1,3	1,4	2,1
2016 Q2	109,0	1,1	1,1	0,8	1,0	1,3	1,2	0,8	3,6	1,3	1,2	1,7
Q3	109,5	1,3	0,8	1,2	1,6	1,2	0,9	1,3	3,0	1,0	1,5	2,3
Q4	110,0	1,4	0,8	1,2	1,4	1,4	1,0	0,8	3,6	1,3	1,7	2,6
2017 Q1	110,3	1,2	-0,2	1,4	1,4	1,2	0,7	1,1	1,8	1,5	1,4	1,6
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2014	102,0	0,7	1,6	2,9	0,4	0,6	3,2	-0,4	0,3	0,5	-0,5	-0,4
2015	103,0	1,0	1,7	4,0	0,1	0,7	1,7	0,3	-1,0	-0,2	-0,1	-0,6
2016	103,4	0,4	-1,0	0,9	1,6	0,5	0,7	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 Q2	103,3	0,3	-0,5	0,8	1,8	0,1	0,6	-0,8	-0,2	0,8	-0,2	0,1
Q3	103,5	0,4	-1,6	0,7	2,2	0,3	1,2	-0,3	-0,9	0,4	0,1	0,6
Q4	103,6	0,5	-2,7	1,3	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	0,2	0,3	0,8
2017 Q1	103,8	0,4	0,1	1,0	0,5	0,5	0,8	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,1
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2014	108,5	1,3	1,1	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	1,7	1,2	0,8	1,2
2015	109,7	1,1	0,9	1,1	0,1	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	0,9
2016	111,7	1,9	0,0	1,4	2,1	1,6	2,3	2,9	3,7	1,7	2,4	3,0
2016 Q2	111,1	1,7	-0,1	0,9	1,7	1,6	2,2	2,4	3,5	1,8	2,3	2,9
Q3	111,8	2,0	0,6	1,7	2,7	1,4	2,5	3,3	4,3	1,8	2,5	3,6
Q4	112,5	2,1	1,1	1,4	2,5	1,8	2,5	2,7	4,2	1,7	2,6	3,6
2017 Q1	112,8	1,7	0,3	1,5	2,5	1,6	1,1	1,9	2,5	1,6	2,2	2,1
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2014	104,0	0,7	2,0	2,5	0,1	0,9	3,2	-0,4	0,6	0,3	-0,8	-0,2
2015	105,0	0,9	0,8	3,5	-0,6	1,0	0,6	0,0	-1,5	-0,3	-0,1	-0,6
2016	106,0	1,0	-1,2	1,3	2,2	0,8	1,8	1,1	-0,5	0,6	1,0	0,5
2016 Q2	105,5	0,6	-1,1	0,9	2,1	0,3	1,4	0,2	-0,7	0,7	0,8	0,4
Q3	106,0	1,2	-1,3	1,3	2,9	0,6	2,8	1,5	-0,2	1,3	1,3	1,2
Q4	106,3	1,1	-1,8	1,5	2,3	1,0	2,1	1,0	-0,5	0,7	1,4	1,1
2017 Q1	106,5	0,9	1,4	1,1	1,3	1,0	1,3	0,8	-0,4	0,8	0,8	0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2					
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte		Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	7	8	9	10	11			
Bestände												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	424,3	107,3	653,1	10 322,4
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 829,1
2016	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2016 Q2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 170,0	3 581,0	10 456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11 117,5
Q3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 172,6	3 565,8	10 579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11 247,8
Q4	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017 Q1	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,0	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,1
2016 Dez.	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017 Jan.	1 081,8	6 154,8	7 236,6	1 329,8	2 178,1	3 507,8	10 744,4	75,1	513,2	98,6	686,9	11 431,3
Febr.	1 086,1	6 208,4	7 294,5	1 325,2	2 178,0	3 503,2	10 797,7	66,7	505,9	99,7	672,4	11 470,1
März	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,0	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,1
April	1 092,3	6 345,7	7 438,0	1 279,5	2 183,0	3 462,4	10 900,4	73,0	512,4	82,8	668,2	11 568,6
Mai ^(p)	1 092,5	6 383,9	7 476,4	1 268,0	2 188,0	3 456,0	10 932,4	73,2	511,3	91,0	675,5	11 607,9
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	12,5	12,9	28,9	374,8
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,3	-26,6	-25,2	480,3
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,5
2016 Q2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
Q3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5
Q4	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7
2017 Q1	15,5	188,7	204,1	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016 Dez.	-2,1	46,9	44,7	-28,5	3,8	-24,6	20,1	-2,1	15,5	-2,2	11,2	31,3
2017 Jan.	8,7	41,5	50,2	12,0	2,2	14,2	64,4	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,0
Febr.	4,3	50,1	54,4	-5,2	-0,2	-5,4	49,0	-8,5	-7,3	1,0	-14,8	34,3
März	2,4	97,1	99,5	-18,5	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,4
April	3,7	47,1	50,8	-25,0	3,1	-21,9	28,9	-0,3	-17,9	-21,9	-40,2	-11,3
Mai ^(p)	0,1	45,6	45,8	-9,2	3,0	-6,2	39,5	0,4	-0,9	7,6	7,1	46,6
Wachstumsraten												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	3,0	19,3	4,7	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,5	-25,5	-3,8	4,6
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2016 Q2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1
Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1
Q4	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 Q1	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
2016 Dez.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 Jan.	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,5	12,4	7,0	4,8
Febr.	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,4	7,9	7,9	3,5	4,7
März	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
April	4,2	10,2	9,3	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,9	8,6	-15,3	1,7	4,9
Mai ^(p)	3,9	10,3	9,3	-8,7	0,8	-2,9	5,1	-16,3	7,7	-1,8	3,1	5,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungs- gesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2014	1 863,4	1 366,3	365,1	112,6	19,4	5 555,6	2 749,5	812,1	1 991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1 950,8	1 503,1	321,8	117,5	8,4	5 748,9	3 059,7	695,1	1 991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2016 Q2	2 034,8	1 594,2	314,0	118,2	8,4	5 904,1	3 214,2	688,8	1 998,1	3,0	957,0	210,7	379,9
Q3	2 069,0	1 622,9	317,7	119,3	9,1	5 977,7	3 301,8	672,0	2 001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
Q4	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 Q1	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
2016 Dez.	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 029,6	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 Jan.	2 121,3	1 697,8	299,2	117,3	7,0	6 087,8	3 438,6	636,0	2 010,5	2,7	940,9	194,6	392,9
Febr.	2 142,8	1 717,2	301,5	117,3	6,8	6 111,8	3 469,5	627,5	2 012,0	2,8	937,0	195,4	391,3
März	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
April	2 164,7	1 746,0	294,8	117,1	6,8	6 156,7	3 524,2	611,5	2 017,6	3,2	962,6	199,7	397,6
Mai ⁶⁾	2 171,8	1 754,4	294,3	116,9	6,2	6 173,5	3 542,1	605,7	2 023,0	2,7	975,5	196,0	396,4
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1
2016 Q2	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7
Q3	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
Q4	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9
2017 Q1	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6
2016 Dez.	-9,4	1,2	-10,7	0,0	1,5	28,6	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3
2017 Jan.	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3
Febr.	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2
März	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,3	-4,3	-2,5
April	-2,5	4,5	-7,2	-0,3	0,5	18,1	21,8	-8,2	4,0	0,5	-8,1	9,1	8,2
Mai ⁶⁾	10,5	11,5	0,4	-0,8	-0,6	18,1	19,5	-5,4	4,7	-0,6	16,6	-3,5	-1,9
Wachstumsraten													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Q2	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3
Q3	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
Q4	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Q1	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
2016 Dez.	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Jan.	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6
Febr.	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1
März	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
April	7,1	10,6	-6,8	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-9,8	1,4	-7,0	5,4
Mai ⁶⁾	7,5	10,9	-5,6	-1,6	-22,4	5,1	11,2	-11,6	1,3	-23,9	2,8	-8,3	4,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen			
					Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 506,8	10 454,5	10 726,7	4 316,6	5 200,7	808,1	129,0	1 280,0	772,4	
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 290,7	5 307,6	790,1	123,5	1 305,1	782,3	
2016	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3	
2016 Q2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 312,7	5 348,3	801,2	103,9	1 342,5	755,4	
Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,7	12 768,5	10 623,5	10 927,4	4 302,5	5 379,3	832,6	109,1	1 364,5	780,5	
Q4	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3	
2017 Q1	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,7	10 757,6	11 055,6	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2	
2016 Dez.	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3	
2017 Jan.	4 383,3	1 087,3	3 282,3	12 882,2	10 696,5	10 995,8	4 329,3	5 422,9	829,8	114,6	1 399,5	786,2	
Febr.	4 399,6	1 073,3	3 312,5	12 913,4	10 720,0	11 012,1	4 334,6	5 443,9	829,9	111,6	1 400,4	793,0	
März	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,7	10 757,6	11 055,6	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2	
April	4 466,9	1 074,2	3 378,5	12 958,9	10 743,1	11 043,3	4 337,1	5 467,6	823,9	114,4	1 426,4	789,4	
Mai ⁶⁾	4 477,0	1 066,5	3 395,7	12 980,7	10 747,5	11 058,1	4 341,2	5 474,6	820,6	111,1	1 439,4	793,8	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0	
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	1,5	
2016	489,1	-34,9	523,9	317,6	233,6	253,4	78,5	119,8	46,3	-11,1	80,6	3,4	
2016 Q2	125,2	-8,9	134,0	54,9	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6	
Q3	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,7	22,1	
Q4	161,0	-20,3	181,4	80,3	61,8	65,4	19,9	35,3	3,4	3,3	17,8	0,7	
2017 Q1	77,8	-11,0	88,2	149,1	99,0	92,7	29,1	51,6	17,8	0,5	41,2	8,9	
2016 Dez.	71,7	-7,8	79,7	2,0	-9,4	15,3	-14,8	9,2	-0,3	-3,5	4,4	7,0	
2017 Jan.	22,0	5,2	16,3	52,2	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6	
Febr.	8,4	-13,0	21,3	24,0	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,4	4,4	
März	47,5	-3,2	50,7	72,9	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,6	-1,1	
April	28,2	3,6	24,4	-7,8	-5,4	-3,6	7,4	11,1	-25,5	1,6	-0,4	-2,0	
Mai ⁶⁾	12,1	-5,1	16,8	31,2	13,9	25,0	9,0	8,7	-0,5	-3,3	13,6	3,8	
Wachstumsraten													
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,6	
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2	
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5	
2016 Q2	12,3	-2,8	19,0	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9	
Q3	10,8	-2,5	16,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8	
Q4	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5	
2017 Q1	10,9	-4,2	16,8	3,2	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4	
2016 Dez.	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5	
2017 Jan.	11,4	-2,9	17,1	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6	
Febr.	10,6	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,4	-11,4	6,5	3,6	
März	10,9	-4,2	16,8	3,2	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4	
April	10,4	-4,2	15,9	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,5	7,8	4,4	
Mai ⁶⁾	9,6	-4,8	15,0	3,0	2,2	2,6	1,6	2,7	2,4	0,3	8,1	4,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2014	4 316,6	4 269,9	1 112,3	724,3	2 480,0	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 290,7	4 272,9	1 041,1	761,5	2 488,2	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2016 Q2	4 312,7	4 293,2	1 043,0	777,5	2 492,1	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Q3	4 302,5	4 291,6	1 011,5	787,9	2 503,1	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Q4	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017 Q1	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
2016 Dez.	4 313,4	4 313,2	998,5	798,7	2 505,4	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017 Jan.	4 329,3	4 322,3	1 013,9	799,6	2 515,7	5 422,9	5 743,6	620,8	4 052,2	749,9
Febr.	4 334,6	4 325,3	1 011,3	798,3	2 525,0	5 443,9	5 757,2	623,8	4 072,3	747,8
März	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
April	4 337,1	4 343,3	990,4	804,2	2 534,4	5 467,6	5 778,1	630,5	4 096,3	740,8
Mai ^(p)	4 341,2	4 348,2	992,6	810,1	2 538,4	5 474,6	5 793,9	637,1	4 096,6	740,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016	78,5	93,7	-18,4	43,2	53,6	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016 Q2	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
Q3	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
Q4	19,9	31,4	-9,8	8,4	21,3	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 Q1	29,1	33,9	8,6	7,0	13,6	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 Dez.	-14,8	9,6	-29,3	-1,8	16,3	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017 Jan.	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
Febr.	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
März	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
April	7,4	11,1	-3,7	3,4	7,6	11,1	10,5	2,5	10,7	-2,0
Mai ^(p)	9,0	9,6	6,0	-0,7	3,7	8,7	18,1	7,0	1,1	0,7
Wachstumsraten										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016 Q2	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Q3	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Q4	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 Q1	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016 Dez.	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 Jan.	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
Febr.	1,5	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
März	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
April	1,6	2,4	-3,0	4,9	2,6	2,6	2,4	4,7	3,0	-1,1
Mai ^(p)	1,6	2,4	-2,7	4,7	2,4	2,7	2,6	6,2	2,9	-1,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2014	269,4	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 380,4	220,4	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,9	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,5	1 343,8	263,4	205,9	135,6
2016	318,8	6 921,9	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,5	1 136,4	236,6	205,9	121,6
2016 Q2	319,3	7 012,3	2 094,1	74,6	2 181,4	2 662,3	1 298,0	295,3	238,0	144,0
Q3	310,1	6 966,7	2 068,5	72,4	2 130,8	2 695,0	1 202,2	281,7	209,2	129,1
Q4	318,8	6 921,9	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,5	1 136,4	236,6	205,9	121,6
2017 Q1	304,1	6 880,9	2 033,5	69,2	2 100,3	2 677,8	1 104,4	251,5	182,2	111,8
2016 Dez.	318,8	6 921,9	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,5	1 136,4	236,6	205,9	121,6
2017 Jan.	303,4	6 871,2	2 037,8	69,8	2 122,8	2 640,9	1 119,3	221,0	176,5	106,3
Febr.	295,7	6 919,8	2 027,9	69,6	2 125,3	2 697,0	1 120,0	252,6	171,3	104,4
März	304,1	6 880,9	2 033,5	69,2	2 100,3	2 677,8	1 104,4	251,5	182,2	111,8
April	335,9	6 849,2	2 023,4	69,3	2 083,0	2 673,4	1 089,2	238,7	173,8	103,7
Mai ^(p)	310,5	6 824,5	2 015,8	67,0	2 074,2	2 667,5	1 035,6	249,7	161,5	104,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8
2015	9,2	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-86,6	-18,5	21,4	-4,0
2016	31,0	-114,2	-73,1	-9,1	-117,2	85,2	-274,1	-72,4	12,8	-12,0
2016 Q2	4,2	-4,0	-22,3	-1,8	-16,4	36,5	-63,5	0,3	-9,2	-8,1
Q3	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,6	-14,3	-19,2	-13,7
Q4	6,6	-18,9	-21,5	-2,6	-18,2	23,3	-43,6	-92,3	-0,2	-7,5
2017 Q1	-16,1	-15,6	-14,7	-1,4	-31,4	31,9	-31,6	-9,3	-22,6	-9,1
2016 Dez.	21,1	-13,3	-7,9	-1,3	-3,3	-0,7	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017 Jan.	-16,4	-22,0	-10,3	-0,8	-4,9	-6,1	6,7	-55,3	-28,3	-14,6
Febr.	-8,2	13,3	-11,1	-0,2	-5,6	30,2	-34,5	41,6	-5,1	-2,0
März	8,4	-6,9	6,6	-0,4	-20,9	7,8	-3,8	4,4	10,8	7,5
April	31,8	-15,1	-8,5	0,2	-5,8	-1,0	-3,4	-11,5	-8,4	-8,2
Mai ^(p)	-25,4	7,2	-5,4	-0,8	7,0	6,5	-30,8	16,0	-12,2	0,6
Wachstumsraten										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,0	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 Q2	20,1	-2,0	-2,9	-13,3	-6,9	3,8	-	-	3,6	-2,9
Q3	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
Q4	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 Q1	-4,6	-1,2	-4,0	-10,1	-4,9	4,5	-	-	-21,2	-25,3
2016 Dez.	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 Jan.	-1,4	-1,6	-3,5	-11,3	-4,6	3,0	-	-	-12,2	-23,8
Febr.	-1,7	-1,2	-4,4	-10,5	-3,7	3,9	-	-	-25,7	-25,7
März	-4,6	-1,2	-4,0	-10,1	-4,9	4,5	-	-	-21,2	-25,3
April	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,9	3,9	-	-	-21,6	-24,8
Mai ^(p)	3,2	-1,4	-4,4	-9,6	-4,5	3,8	-	-	-23,9	-23,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1
2014	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5
2016 Q1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9
Q2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
Q3	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
Q4	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes des Euroraums	Andere Währungen	
														1
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 Q1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9
Finanzierungssaldo									
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
2016 Q1	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3
Q2	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3
Q3	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0
Q4	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
Verschuldung									
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8
2016 Q1	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4
Q2	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5
Q3	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6
Q4	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8

	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 Q1	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
Q2	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
Q3	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
Q4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Verschuldung										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 Q1	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
Q2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
Q3	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
Q4	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2017

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 19. Juli 2017.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-17-005-DE-N (Online-Version)